

社服行业 2019 年报及 2020 年一季报综述

龙头增长亮眼，旺季回升可期，继续看好免税酒店职教

核心观点：

- **板块盈利&估值：2019 年板块增速下行，20 年 Q1 受疫情影响大幅回落。**19 年中万休闲服务板块营收增速下行至 1%；归母净利润和扣非后归母净利润同比分别下降 9.7% 和 4.2%。20 年 1 月行业普遍增长亮眼，但此后受新冠疫情影响较大，一季度行业整体营收同比下降 49.3%，普遍亏损。4 月 30 日，休闲服务板块 P/E(TTM) 估值为 34 倍，20 年以来板块估值下调，4 月有所修复但仍处于历史较低水平。
- **休闲服务行业：免税行业韧性较强，酒店龙头 19 年开店提速，疫情之后弹性较好。**根据文旅部数据，五一期间全国接待国内游客总数为 1.15 亿人，实现国内旅游收入为 475.6 亿元，分别恢复至去年同期的 59% 和 40%，在限流的背景下各省市及景区普遍恢复至去年 40-60% 水平。**免税：**Q1 公司计提存货跌价准备和机场保底租金的租赁费用导致亏损，离岛免税销售额同比下降 30.3%。离岛免税受境外疫情影响较小，近期免税政策利好频出，我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏，海南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步回升。**酒店：**国内三大酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体，小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。**景点：**核心经济区周边景区在周边游、周末游恢复较好的情况下率先回暖，长期来看景区提质增效逻辑不变，景区改造升级、新项目推进和异地轻资产项目输出有望为景区带来新的业绩增长驱动。**旅行社：**旅行社龙头加快推进旅游零售、商旅、国内游布局，短期有望降低出境游影响，长期有望形成多元化的发展机会。**重点看好中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家**（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放，20 年中秋国庆重叠或对月饼销量有所提振）、**科锐国际**（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势，公司垂直布局力度加大，在线数字化服务能力提升），**建议关注天目湖、中青旅、黄山旅游和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。**
- **教育行业：19 年以来业绩表现分化，看好职教龙头和在线教育。**2019 年 A 股教育公司业绩增长呈分化状态，职教 Q1 线下教培受疫情影响较大。疫情影响下在线教育渗透率大幅提升，在短期内加速完成用户教育。同时在政府稳就业的政策支持下，今明两年招录考试有望全面扩招，就业压力下应届生考研、考公比例和参培率或将提升。**继续看好职业教育和在线教育赛道。看好中公教育、立思辰。**
- **风险提示。**疫情发展存在不确定性，旅游需求恢复不及预期；教育行业人员成本、租金上涨风险；商誉减值风险。

行业评级

买入

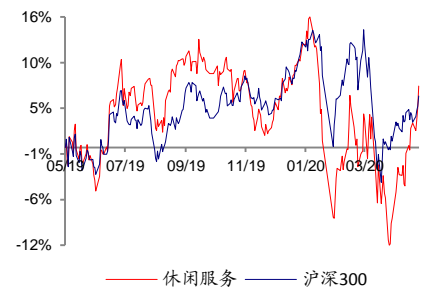
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-60750610

zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

社会服务行业投资策略月报： 2020-04-08

清明假期旅游消费回暖，离岛

免税、酒店龙头韧性较强

联系人：

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国国旅	601888.SH	CNY	91.3	2020/04/23	买入	99.00	1.74	2.83	52.47	32.26	40.19	21.78	20.9	21.1
宋城演艺	300144.SZ	CNY	29.83	2020/04/29	买入	31.90	0.51	0.96	58.49	31.07	47.88	26.45	12.3	12.8
锦江酒店	600754.SH	CNY	29.32	2020/04/30	买入	32.76	0.93	1.25	31.53	23.46	24.17	12.25	7.8	9.1
首旅酒店	600258.SH	CNY	16.36	2020/04/29	买入	17.00	0.19	1.00	86.11	16.36	24.86	9.58	9.9	9.3
中公教育	002607.SZ	CNY	25.79	2020/04/29	增持	27.96	0.39	0.52	66.13	49.60	53.70	40.69	61.2	59.1
立思辰	300010.SZ	CNY	16.83	2020/04/29	增持	18.69	0.13	0.29	129.46	58.03	46.84	34.30	6.7	8.3
科锐国际	300662.SZ	CNY	38.32	2020/04/25	增持	40.43	0.91	1.20	42.11	31.93	28.63	22.25	19.0	19.1
广州酒家	603043.SH	CNY	29.04	2020/04/30	买入	34.39	0.98	1.33	29.63	21.83	25.90	18.83	17.2	16.7

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、板块盈利：Q1 受疫情影响明显，板块估值低于历史中枢.....	7
（一）营收和业绩概览：2019 年板块增速下行，20 年 Q1 受疫情影响大幅回落.....	7
（二）盈利能力：19 年板块净利率、ROE 略有下降，20 年 Q1 盈利能力受疫情影响较大.....	10
（三）估值：4 月以来板块估值有所修复，仍处于历史低位水平.....	13
二、免税：19 年营收快速增长，中国免税全球渠道份额提升可期.....	15
（一）免税行业维持较高景气：19 年免税营收快速增长，Q1 疫情影响短期业绩..	15
（二）分渠道：离岛免税维持快速成长，机场免税格局稳固、增长稳健.....	16
（三）消费回流：国内游有望率先复苏、线上销售快速增长、产业政策支持免税行业引领消费回流.....	19
三、酒店：龙头开店提速，疫情之后看好龙头恢复弹性.....	21
（一）开店情况：酒店龙头延续较快开店，中高端、加盟店占比持续提升.....	21
（二）经营情况：Q1 受疫情影响酒店经营整体承压，经济型同店表现好于中高端	22
（三）财务情况：19 年开店加速带动业绩稳健增长，Q1 营收业绩受疫情影响较大	24
四、景区：受疫情影响普遍亏损，景区升级转型持续推进.....	27
（一）财务情况：受疫情影响一季度景区公司整体亏损，控费力度加大.....	27
（二）景区经营情况：降价政策影响下景区客单价普遍下滑，转型升级持续推进..	31
五、旅游服务：受疫情影响 Q1 出境游业务亏损严重，龙头公司纷纷加速多元化布局 ...	35
（一）19 年业绩表现分化，20 年 Q1 受疫情影响较大.....	35
（二）20 年以来出境游承压，龙头公司纷纷加速多元化布局.....	38
六、教育：19 年以来业绩表现分化，看好职教龙头和在线教育.....	39
（一）营收和业绩概览：2019 年业绩增长呈分化状态，Q1 线下教培受疫情影响较大.....	39
（二）中公教育：19 年营收业绩增长靓丽，政策利好公司培训业务长期发展.....	41
（三）立思辰：大语文增长靓丽，Q1 受疫情影响业绩承压，线上教育布局力度加大.....	43
七、五一周边游数据靓丽，看好旺季行业整体回升.....	46
八、风险提示.....	48

图表索引

图 1: 2019 年中万休闲服务板块营收同比增长 1%, 归母净利润同比下降 9.7% ..7	
图 2: 2020Q1 申万休闲服务板块营收同比下降 49.3%.....8	
图 3: 休闲服务板块 19 年毛利率为 44.2%, 归母净利率和 ROE 分别为 7.1%和 8.9% 11	
图 4: 2020Q1 休闲服务毛利率、归母净利率和 ROE 同比分别下降 18.8pct、24.9pct 和 5.2pct 11	
图 5: 4 月 30 日申万休闲服务 P/E (TTM) 估值为 34 倍, 处于历史较低水平 .14	
图 6: 休闲服务行业各个细分板块 P/E (TTM) 估值水平14	
图 7: 19 年中国国旅实现营收 480 亿元, 同比增长 2.0%15	
图 8: 19 年中国国旅扣非归母净利润 38.3 亿元, 同比增长 21.8%15	
图 9: 20Q1 中国国旅营收 76.4 亿元, 同比下降 44.2%15	
图 10: 20Q1 中国国旅归母净利润亏损 1.2 亿元.....15	
图 11: 2019 年中免公司营收和归母净利润同比分别增长 37.4%和 33.8%.....16	
图 12: 2019 年公司免税商品销售业务毛利率 50.0%, 同比下降 3.1 个百分点...16	
图 13: 2019 年海南离岛免税实现销售额 133.76 亿元, 同比增长 32.7%17	
图 14: 2019 年三亚免税店营收达到 104.6 亿元, 同比增长 30.6%.....17	
图 15: 19 年三亚店购物人次同比增长 27.6%.....18	
图 16: 19 年三亚店客单价 4822 元, 同比增长 2.3%18	
图 17: 19 年日上上海实现营收 151.5 亿元.....19	
图 18: 19 年日上中国实现营收 74.8 亿元, 同比增长 11%.....19	
图 19: 19 年上海浦东机场国际和地区旅客吞吐量 3851 万人次, 同比增长 2.5%19	
图 20: 19 年北京首都机场国际和地区旅客吞吐量 2757 万人次, 同比增长 0.8%19	
图 21: 锦江酒店、首旅酒店、华住门店数对比.....22	
图 22: 锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数对比22	
图 23: 锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比22	
图 24: 锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比.....22	
图 25: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 对比23	
图 26: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 增速23	
图 27: 锦江酒店、首旅酒店、华住 ADR 同比增速23	
图 28: 锦江酒店、首旅酒店、华住 OCC 同比增速23	
图 29: 锦江酒店 19 年实现营收 151.0 亿元, 同比增长 2.7%25	
图 30: 锦江酒店 19 年扣非后归母净利润为 8.9 亿元, 同比增长 20.7%25	
图 31: 锦江酒店毛利率和扣非后归母净利率水平25	
图 32: 锦江酒店销售、管理和财务费用率25	
图 33: 锦江酒店 Q1 营收 21.9 亿元, 同比下降 34.4%26	
图 34: 锦江酒店 20 年 Q1 归母净利润同比下降 42.3%.....26	
图 35: 首旅酒店 19 年全年实现营收 83.1 亿元, 同比下降 2.7%.....26	
图 36: 首旅酒店 19 年扣非后归母净利润为 8.2 亿元, 同比增长 18.3%26	
图 37: 首旅酒店毛利率和扣非后归母净利率水平27	

图 38: 首旅酒店各项费用水平	27
图 39: 首旅酒店 Q1 营收 8.0 亿元, 同比下降 58.8%	27
图 40: 首旅酒店 Q1 归母净亏损 5.26 亿元	27
图 41: 自然景区和休闲景区营收增速对比	28
图 42: 自然景区和休闲景区扣非后归母净利润增速对比	28
图 43: 自然景区和休闲景区毛利率对比	28
图 44: 自然景区和休闲景区扣非后归母净利率对比	28
图 45: 自然景区和休闲景区 ROE 对比	29
图 46: 自然景区和休闲景区销售费用率对比	29
图 47: 自然景区和休闲景区管理费用率对比	29
图 48: 自然景区和休闲景区财务费用率对比	29
图 49: 自然景区和休闲景区 Q1 营收增速对比	29
图 50: 自然景区和休闲景区 Q1 扣非后归母净利润增速对比	29
图 51: 主要上市景区公司 2018-19 年营收及同比增速	30
图 52: 主要上市景区公司 2019 年归母净利润及同比增速	30
图 53: 主要上市景区公司 2020Q1 营收及同比增速	31
图 54: 主要上市景区公司 2020Q1 归母净利润及同比增速	31
图 55: 19 年凯撒同盛营收同比下降 29.9%, 众信旅游和广之旅分别增长 3.7% 和 14.8%	36
图 56: 19 年众信旅游、凯撒同盛、广之旅归母净利润分别增长 191.2%、下降 21.0% 和增长 120.1%	36
图 57: 主要出境游旅行社毛利率水平	37
图 58: 主要出境游旅行社净利率水平	37
图 59: 众信旅游、凯撒旅业和岭南控股 ROE 对比	37
图 60: 20 年 2 月民航国际航线客运量为 105.2 万人次, 同比下降 82.4%	39
图 61: 中公教育 19 年实现营收 91.8 亿元, 同比增长 47.1%	42
图 62: 中公教育 19 年归母净利润 18.1 亿元, 同比增长 56.5%	42
图 63: 中公教育面授培训和线上培训人次及同比增速	42
图 64: 中公教育面授和线上培训课程客单价	42
图 65: 中公教育毛利率和归母净利率水平	43
图 66: 中公教育期间费用率	43
图 67: 立思辰 19 年实现营收 19.8 亿元, 同比增长 1.4%	44
图 68: 立思辰 19 年扣非后归母净利润为 -2542.8 万元	44
图 69: 立思辰毛利率和扣非后归母净利率水平	44
图 70: 立思辰各项费用水平	44
图 71: 立思辰 20 年 Q1 营收为 1.3 亿元, 同比下降 71.9%	45
图 72: 立思辰一季度归母净亏损为 1.4 亿元	45
表 1: 2019 年板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	8
表 2: 2020Q1 板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	9
表 3: 2019 年板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览	11
表 4: 2020Q1 板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览	12

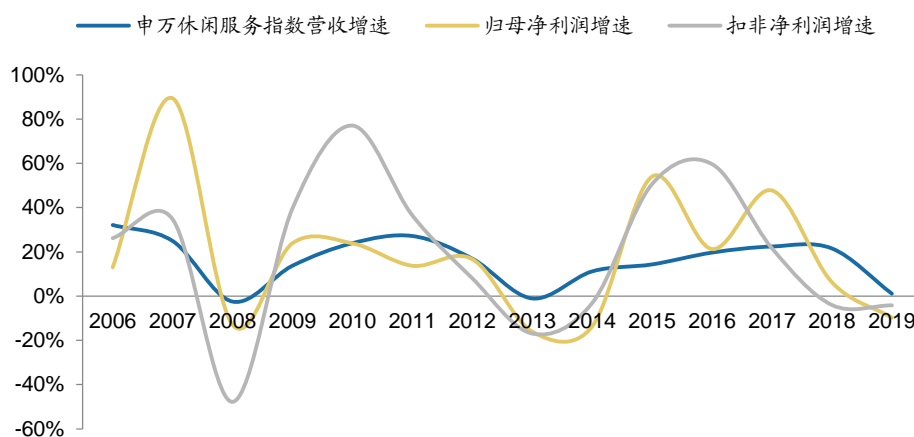
表 5: 2011 年政策落地以来, 我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展	18
表 6: 2011 年我国颁布海南离岛免税相关政策、2016 年我国增设多个口岸进境免税店	21
表 7: 锦江酒店、首旅酒店和华住 Q1 分档次酒店经营数据对比 (华住采用包括临时关店酒店口径)	24
表 8: 主要景区类上市公司客流量及客单价汇总	32
表 9: 主要景区类上市公司 19 年计划或新增重点项目概览	33
表 10: 主要景区开业情况和周边省市刺激消费措施汇总	34
表 11: 众信旅游和凯撒旅业批发及零售业务营收 (单位: 亿元) 及毛利率概览	38
表 12: 2019 年教育行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	40
表 13: 2020Q1 年教育行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	40
表 14: 2019 年教育行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览	41
表 15: 2020 年 Q1 教育行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览	41
表 16: 2019 年立思辰大语文报名和就读情况	45
表 17: 全国和各省市区五一期间游客接待情况	48

一、板块盈利：Q1 受疫情影响明显，板块估值低于历史中枢

（一）营收和业绩概览：2019 年板块增速下行，20 年 Q1 受疫情影响大幅回落

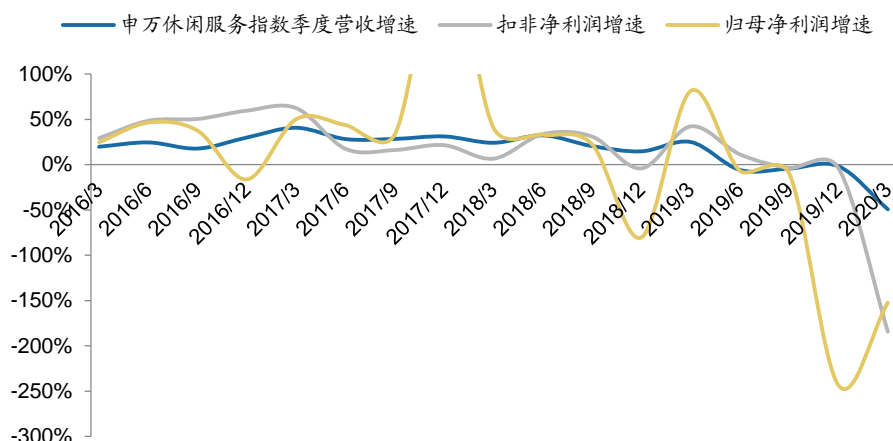
2019年由于宏观经济增速整体放缓，休闲旅游行业增长相比2018年也略有回落。2019年申万休闲服务板块各公司营收同比增长1%，较16-18年的20%下降明显（部分公司有口径调整因素）；归母净利润和扣非后归母净利润同比分别下降9.7%和4.2%。进入2020年，1月景区酒店等普遍增势良好，但此后受到新冠疫情影响较大，一季度行业整体营收同比下降49.3%，由于收入大幅下滑各公司普遍亏损。

图1：2019年申万休闲服务板块营收同比增长1%，归母净利润同比下降9.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2020Q1申万休闲服务板块营收同比下降49.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从社会服务行业重点上市公司来看，以整体法计算餐饮旅游重点公司19年整体营收同比增长3.0%，归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长7.3%和9.6%。免税延续靓丽增长；酒店龙头加盟门店持续扩张支撑业绩维持较好增长；景区、出境游扣非后业绩整体均有回落；餐饮行业在原材料成本上涨压力较大的情况下业绩增长承压。20年一季度行业受疫情影响整体亏损，全行业扣非净利从去年同期的23亿下降至亏损18亿，盈利公司仅宋城演艺、广州酒家及科锐国际等少数公司。预计Q2之后随着疫情得到控制旅游和出行需求有望逐步回暖。

表1：2019年板块重点上市公司业绩概览（单位：亿元）

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2018	2019	同比增速	2018	2019	同比	2018	2019	同比增速
601888.SH	中国国旅	470.07	479.66	2.0%	30.95	46.29	49.6%	31.44	38.29	21.8%
免税合计 合计增速		470.07	479.66	2.0%	30.95	46.29	49.6%	31.44	38.29	21.8%
600754.SH	锦江酒店	146.97	150.99	2.7%	10.82	10.92	0.9%	7.39	8.92	20.7%
600258.SH	首旅酒店	85.39	83.11	-2.7%	8.57	8.85	3.3%	6.90	8.16	18.3%
601007.SH	金陵饭店	10.36	11.89	14.8%	0.77	0.75	-2.7%	0.66	0.63	-5.1%
酒店合计 合计增速		242.72	245.99	1.3%	20.17	20.53	1.8%	14.96	17.72	18.4%
002707.SZ	众信旅游	121.71	126.22	3.7%	0.24	0.69	191.1%	0.04	0.59	1493.8%
000796.SZ	凯撒旅游	81.80	60.34	-26.2%	1.94	1.26	-35.3%	1.72	0.74	-57.3%
000524.SZ	岭南控股	70.78	79.72	12.6%	2.05	2.59	26.5%	1.60	1.68	5.0%
旅游服务合计 合计增速		274.29	266.27	-2.9%	4.23	4.53	7.3%	3.36	3.01	-10.5%
300144.SZ	宋城演艺	32.11	26.12	-18.7%	12.87	13.40	4.1%	12.80	12.22	-4.5%
600138.SH	中青旅	122.65	140.54	14.6%	5.97	5.68	-4.9%	4.93	4.32	-12.4%
600054.SH	黄山旅游	16.21	16.07	-0.9%	5.83	3.40	-41.6%	3.42	3.13	-8.5%
002059.SZ	云南旅游	22.60	28.79	-2.5%	4.87	0.95	-84.1%	-1.87	-1.66	11.5%
000888.SZ	峨眉山 A	10.72	11.08	3.3%	2.09	2.26	8.1%	2.09	2.25	7.3%
002033.SZ	丽江旅游	6.78	7.23	6.5%	1.92	2.03	6.2%	1.91	2.03	6.4%

603136.SH	天目湖	4.89	5.03	2.8%	1.03	1.24	19.9%	0.94	1.21	29.6%
603099.SH	长白山	4.64	4.67	0.7%	0.68	0.75	11.3%	0.67	0.73	10.0%
000430.SZ	张家界	4.68	4.25	-9.2%	0.26	0.11	-58.1%	0.21	0.05	-75.2%
603199.SH	九华旅游	4.85	5.37	10.7%	0.92	1.17	27.1%	0.85	1.07	25.2%
600593.SH	大连圣亚	3.48	3.19	-8.3%	0.58	0.42	-27.6%	0.41	0.43	4.7%
002159.SZ	三特索道	6.48	6.77	4.4%	1.35	0.11	-91.5%	0.05	0.02	-57.8%
000978.SZ	桂林旅游	5.73	6.06	5.8%	0.80	0.55	-31.6%	0.75	0.49	-35.3%
600706.SH	曲江文旅	13.45	13.05	-2.9%	0.76	0.45	-40.8%	0.54	0.30	-45.2%
000610.SZ	西安旅游	8.86	8.64	-2.5%	0.96	-0.30	-131.4%	-0.29	-0.47	-59.8%
景区合计	合计增速	268.15	286.85	7.0%	40.90	32.23	-21.2%	27.41	26.13	-4.7%
002186.SZ	全聚德	17.77	15.66	-11.9%	0.73	0.45	-38.9%	0.57	0.20	-64.5%
603043.SH	广州酒家	25.37	30.29	19.4%	3.84	3.84	0.1%	3.69	3.73	1.1%
餐饮合计	合计增速	43.14	45.95	6.5%	4.57	4.29	-6.2%	4.26	3.93	-7.7%
300662.SZ	科锐国际	21.97	35.86	63.2%	1.18	1.52	29.4%	1.08	1.33	22.9%
人力资源合计		21.97	35.86	63.2%	1.18	1.52	29.4%	1.08	1.33	22.9%
旅游休闲		1320.34	1360.58	3.0%	101.99	109.39	7.3%	82.51	90.41	9.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：2020Q1板块重点上市公司业绩概览（单位：亿元）

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		19Q1	20Q1	同比增速	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比增速
601888.SH	中国国旅	136.92	76.36	-44.2%	23.06	-1.20	-	15.89	-1.20	-
免税合计		合计增速	136.92	76.36	-44.2%	23.06	-1.20	15.89	-1.20	-
600754.SH	锦江酒店	33.37	21.89	-34.4%	2.95	1.71	-42.3%	0.71	-0.94	-
600258.SH	首旅酒店	19.44	8.01	-58.8%	0.74	-5.26	-	0.56	-5.22	-
601007.SH	金陵饭店	3.00	2.61	-14.6%	0.13	-0.19	-	0.09	-0.21	-
酒店合计		合计增速	55.81	32.51	-41.7%	3.82	-3.74	1.36	-6.37	-
002707.SZ	众信旅游	24.44	11.42	-53.3%	0.65	-0.29	-	0.64	-0.30	-
000796.SZ	凯撒旅游	18.06	7.49	-41.6%	0.30	-0.64	-	-0.11	-0.68	-
000524.SZ	岭南控股	18.18	6.71	-63.1%	1.12	-0.62	-	0.43	-0.63	-
旅游服务合计		合计增速	60.68	25.63	-57.8%	2.07	(1.55)	0.96	(1.61)	-
300144.SZ	宋城演艺	8.25	1.34	-83.7%	3.70	0.50	-	3.60	0.18	-94.9%
600138.SH	中青旅	25.43	12.01	-52.8%	0.64	-1.98	-	0.55	-2.06	-
600054.SH	黄山旅游	2.64	0.70	-73.6%	0.24	-0.77	-	0.24	-0.83	-
002059.SZ	云南旅游	3.27	2.16	-51.2%	-0.21	-0.27	-	-0.21	-0.29	-
000888.SZ	峨眉山 A	2.55	0.68	-73.5%	0.19	-0.96	-	0.18	-0.97	-
002033.SZ	丽江旅游	1.28	0.41	-67.8%	0.35	-0.21	-	0.34	-0.23	-
603136.SH	天目湖	0.89	0.21	-76.2%	0.15	-0.26	-	0.15	-0.29	-
603099.SH	长白山	0.49	0.14	-71.9%	-0.25	-0.29	-17.3%	-0.25	-0.30	-
000430.SZ	张家界	0.54	0.11	-79.9%	-0.08	-0.37	-	-0.12	-0.42	-
603199.SH	九华旅游	1.34	0.21	-84.0%	0.39	-0.27	-	0.37	-0.29	-
600593.SH	大连圣亚	0.44	0.11	-74.9%	-0.09	-0.24	-	-0.09	-0.30	-

002159.SZ	三特索道	1.09	0.30	-72.5%	-0.39	-0.78	-	-0.42	-0.80	-
000978.SZ	桂林旅游	1.16	0.27	-76.3%	-0.02	-0.67	-	-0.03	-0.75	-
600706.SH	曲江文旅	3.17	1.65	-48.1%	0.31	-0.68	-	0.27	-0.69	-
000610.SZ	西安旅游	1.09	0.37	-65.8%	-0.04	-0.12	-	-0.04	-0.16	-
景区合计	合计增速	53.64	20.68	-61.4%	4.90	-7.38	-	4.54	-8.21	-
002186.SZ	全聚德	4.01	1.80	-55.0%	0.11	-0.89	-	0.07	-0.92	-
603043.SH	广州酒家	5.33	5.33	0.1%	0.46	0.12	-73.2%	0.42	0.13	-70.1%
餐饮合计		9.33	7.14	-23.6%	0.56	(0.76)	-	0.49	(0.79)	-
300662.SZ	科锐国际	8.03	9.23	14.9%	0.25	0.26	3.7%	0.22	0.14	-38.3%
人力资源合计		8.03	9.23	14.9%	0.25	0.26	3.7%	0.22	0.14	-38.3%
旅游休闲		324.40	171.55	-47.1%	34.66	(14.38)	-	23.47	(18.04)	-

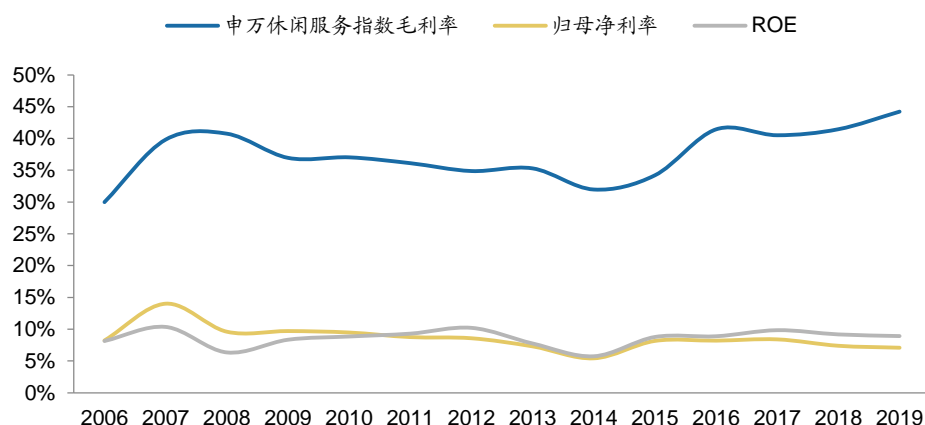
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 盈利能力: 19 年板块净利率、ROE 略有下降, 20 年 Q1 盈利能力受疫情影响较大

从盈利能力来看, 19 年休闲服务板块整体毛利率稳步提升, 归母净利率和 ROE 略有下降, 20 年一季度受疫情影响大幅下降。19 年板块整体毛利率为 44.2%, 同比提升 0.28pct, 归母净利率和 ROE 分别为 7.1% 和 8.9%, 同比均下降 0.3pct。一季度毛利率、归母净利率和 ROE 同比分别下降 18.8pct、24.9pct 和 5.2pct。分板块来看:

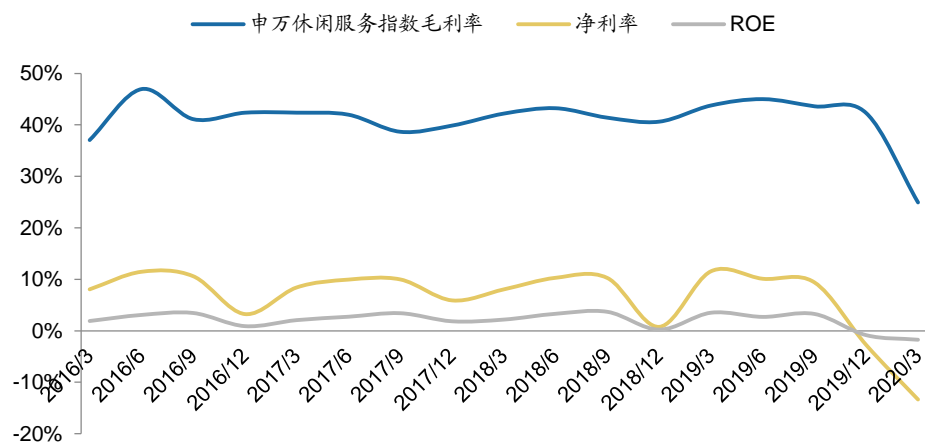
- 免税:** 2019 年中国国旅毛利率为 49.4%, 同比增长 7.9pct, 主要是剥离国旅总社以及免税盈利能力持续提升所致。归母净利率和 ROE 分别为 11.3% 和 25.6%, 同比分别提升 2.9pct 和 5.1pct。Q1 受疫情影响, 中国国旅毛利率、归母净利率和 ROE 同比分别下降 6.9pct、25.2pct 和 13.9pct。
- 酒店:** 2019 年锦江酒店和首旅酒店毛利率同比分别增长 0.3pct 和下降 0.8pct; 归母净利率同比分别增长 0.1pct 和 0.6pct; ROE 同比分别下降 0.3pct 和 0.7pct。2020 年 Q1 受到疫情影响, 同时营业成本和期间费用由于执行新收入准则变化较大, 毛利率均有较大幅度下滑。
- 旅游服务板块:** 19 年平均毛利率、归母净利率和 ROE 分别为 14.6%、2.3%、6.0%, 同比分别增长 0.4pct、0.2pct 和下降 0.1pct。Q1 受疫情影响, 毛利率、归母净利率和 ROE 分别为 11.8%、-7.2%、-0.3%。
- 景点板块:** 19 年平均毛利率、归母净利率和 ROE 分别为 43.4%、14.9%、6.6%, 同比分别增长 0.1pct、下降 4.0pct 和 4.6pct。Q1 受疫情影响, 毛利率、归母净利率和 ROE 分别为 -53.9%、-132.3%、-3.0%。

图3：休闲服务板块19年毛利率为44.2%，归母净利率和ROE分别为7.1%和8.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：2020Q1休闲服务毛利率、归母净利率和ROE同比分别下降18.8pct、24.9pct和5.2pct



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：2019年板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
601888.SH	中国国旅	41.5%	49.4%	7.9%	8.4%	11.3%	2.9%	20.6%	25.6%	5.1%
免税平均		41.5%	49.4%	7.9%	8.4%	11.3%	2.9%	20.6%	25.6%	5.1%
600754.SH	锦江酒店	89.6%	89.9%	0.3%	8.4%	8.5%	0.1%	8.6%	8.4%	-0.3%
600258.SH	首旅酒店	94.5%	93.7%	-0.8%	10.5%	11.1%	0.6%	11.1%	10.4%	-0.7%

601007.SH	金陵饭店	59.9%	55.9%	-4.0%	11.2%	10.0%	-1.2%	5.3%	5.1%	-0.2%
酒店平均		81.3%	79.8%	-1.5%	10.0%	9.8%	-0.2%	8.3%	7.9%	-0.4%
002707.SZ	众信旅游	9.4%	9.7%	0.4%	0.4%	0.6%	0.2%	1.0%	2.7%	1.8%
000796.SZ	凯撒旅游	18.1%	20.4%	2.3%	2.7%	2.5%	-0.2%	9.2%	5.4%	-3.8%
000524.SZ	岭南控股	15.4%	13.8%	-1.6%	3.1%	3.6%	0.5%	8.0%	9.9%	1.9%
旅游服务平均		14.3%	14.6%	0.4%	2.1%	2.3%	0.2%	6.1%	6.0%	-0.1%
300144.SZ	宋城演艺	66.4%	71.4%	5.0%	39.8%	52.3%	12.5%	16.4%	14.5%	-1.9%
600138.SH	中青旅	25.3%	24.1%	-1.2%	7.5%	6.5%	-1.0%	10.2%	9.0%	-1.3%
600054.SH	黄山旅游	54.1%	56.0%	1.8%	37.3%	22.6%	-14.7%	14.1%	8.2%	-5.8%
002059.SZ	云南旅游	18.0%	18.0%	0.0%	23.1%	2.1%	-21.0%	27.9%	4.2%	-23.8%
000888.SZ	峨眉山 A	42.6%	43.5%	0.9%	19.5%	20.4%	0.9%	9.2%	9.3%	0.0%
002033.SZ	丽江旅游	67.2%	67.1%	-0.1%	29.6%	32.2%	2.7%	8.1%	8.2%	0.1%
603136.SH	天目湖	62.1%	65.3%	3.2%	24.1%	28.1%	4.0%	13.1%	14.5%	1.4%
603099.SH	长白山	34.4%	35.1%	0.7%	14.6%	16.1%	1.5%	6.9%	7.2%	0.3%
000430.SZ	张家界	31.5%	29.9%	-1.6%	5.3%	2.7%	-2.7%	1.7%	0.7%	-1.0%
603199.SH	九华旅游	47.1%	48.1%	1.1%	19.0%	21.8%	2.8%	8.7%	10.2%	1.5%
600593.SH	大连圣亚	66.0%	61.2%	-4.8%	15.3%	12.0%	-3.3%	12.3%	7.9%	-4.5%
002159.SZ	三特索道	55.6%	57.2%	1.6%	21.9%	3.5%	-18.4%	15.1%	1.1%	-14.0%
000978.SZ	桂林旅游	46.0%	43.1%	-2.9%	11.5%	4.1%	-7.5%	5.2%	3.5%	-1.7%
600706.SH	曲江文旅	27.1%	26.2%	-0.9%	5.7%	3.6%	-2.2%	7.7%	4.3%	-3.4%
000610.SZ	西安旅游	6.4%	5.4%	-1.0%	9.8%	-3.7%	-13.5%	11.7%	-3.5%	-15.2%
景区平均		43.3%	43.4%	0.1%	18.9%	14.9%	-4.0%	11.2%	6.6%	-4.6%
002186.SZ	全聚德	60.0%	58.5%	-1.5%	4.6%	2.5%	-2.1%	4.9%	3.0%	-1.9%
603043.SH	广州酒家	54.7%	52.8%	-1.9%	15.1%	12.7%	-2.4%	21.2%	18.7%	-2.5%
餐饮平均		57.3%	55.6%	-1.7%	9.9%	7.6%	-2.3%	13.0%	10.8%	-2.2%
300662.SZ	科锐国际	18.1%	14.3%	-3.8%	6.2%	5.0%	-1.3%	17.4%	19.2%	1.8%
人力资源平均		18.1%	14.3%	-3.8%	6.2%	5.0%	-1.3%	17.4%	19.2%	1.8%
旅游休闲平均		45.1%	45.3%	0.2%	14.5%	11.9%	-2.6%	10.3%	7.4%	-2.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：2020Q1板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司 名称	毛利率			净利率			ROE		
		19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
601888.SH	中国国旅	49.4%	42.5%	-6.9%	18.9%	-6.2%	-25.2%	13.3%	-0.6%	-13.9%
免税平均		49.4%	42.5%	-6.9%	18.9%	-6.2%	-25.2%	13.3%	-0.6%	-13.9%
600754.SH	锦江酒店	88.3%	35.2%	-53.1%	9.7%	7.0%	-2.7%	2.3%	1.3%	-1.0%
600258.SH	首旅酒店	93.9%	-43.5%	-137.5%	5.1%	-67.5%	-72.6%	0.9%	-6.1%	-7.0%
601007.SH	金陵饭店	50.9%	37.1%	-13.8%	7.5%	-5.9%	-13.4%	0.9%	-1.3%	-2.2%
酒店平均		77.7%	9.6%	-68.1%	7.4%	-22.1%	-29.6%	1.4%	-2.0%	-3.4%
002707.SZ	众信旅游	13.3%	9.6%	-3.6%	2.6%	-2.9%	-5.4%	2.8%	-1.2%	-4.0%
000796.SZ	凯撒旅游	14.9%	16.3%	1.5%	2.2%	-9.0%	-11.1%	1.4%	2.7%	1.3%
000524.SZ	岭南控股	14.0%	9.5%	-4.5%	6.7%	-9.9%	-16.5%	4.3%	-2.3%	-6.6%
旅游服务平均		14.0%	11.8%	-2.2%	3.8%	-7.2%	-11.03%	2.8%	-0.3%	-3.1%

300144.SZ	宋城演艺	69.8%	76.3%	6.6%	47.4%	34.1%	-13.3%	4.1%	0.5%	-3.6%
600138.SH	中青旅	24.0%	11.9%	-12.1%	3.7%	-24.2%	-27.9%	1.0%	-3.2%	-4.2%
600054.SH	黄山旅游	43.1%	-41.2%	-84.2%	9.6%	-115.7%	-125.3%	0.6%	-1.8%	-2.4%
002059.SZ	云南旅游	9.0%	16.2%	7.1%	-6.7%	-19.1%	-12.3%	-1.1%	-1.2%	-0.1%
000888.SZ	峨眉山 A	31.8%	-70.0%	-101.8%	7.5%	-141.8%	-149.3%	0.8%	-3.9%	-4.7%
002033.SZ	丽江旅游	66.9%	11.7%	-55.2%	30.5%	-56.4%	-86.8%	1.4%	-0.8%	-2.3%
603136.SH	天目湖	58.1%	-50.6%	-108.7%	17.9%	-140.7%	-158.6%	1.8%	-3.0%	-4.8%
603099.SH	长白山	-24.1%	-171.9%	-147.8%	-51.0%	-212.5%	-161.5%	-2.5%	-2.8%	-0.3%
000430.SZ	张家界	10.1%	-219.9%	-230.0%	-15.9%	-336.5%	-320.7%	-0.5%	-2.3%	-1.8%
603199.SH	九华旅游	55.0%	-102.7%	-157.7%	29.0%	-126.3%	-155.2%	3.5%	-2.3%	-5.7%
600593.SH	大连圣亚	39.3%	-105.7%	-145.0%	-22.8%	-225.9%	-203.1%	-1.7%	-4.4%	-2.7%
002159.SZ	三特索道	44.0%	-63.5%	-107.5%	-35.6%	-273.1%	-237.5%	-4.1%	-7.7%	-3.6%
000978.SZ	桂林旅游	37.4%	-91.2%	-128.6%	-5.5%	-271.9%	-266.3%	-0.1%	-4.3%	-4.2%
600706.SH	曲江文旅	29.2%	-8.1%	-37.3%	9.5%	-41.5%	-51.0%	3.0%	-6.6%	-9.6%
000610.SZ	西安旅游	7.5%	0.7%	-6.8%	-3.3%	-32.7%	-29.4%	-0.4%	-1.4%	-1.0%
景区平均		33.4%	-53.9%	-87.3%	1.0%	-132.3%	-133.2%	0.4%	-3.0%	-3.4%
002186.SZ	全聚德	56.4%	-16.4%	-72.9%	2.0%	-53.5%	-55.5%	0.7%	-6.1%	-6.8%
603043.SH	广州酒家	47.1%	42.5%	-4.7%	8.5%	2.2%	-6.2%	2.3%	0.6%	-1.8%
餐饮平均		51.8%	13.0%	-38.8%	5.2%	-25.6%	-30.9%	1.5%	-2.8%	-4.3%
300662.SZ	科锐国际	12.6%	10.8%	-1.8%	3.9%	3.4%	-0.5%	3.4%	3.0%	-0.4%
人力资源平均										
旅游休闲平均		38.4%	-31.2%	-69.6%	3.0%	-92.7%	-95.7%	1.4%	-2.6%	-4.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 估值: 4 月以来板块估值有所修复, 仍处于历史低位水平

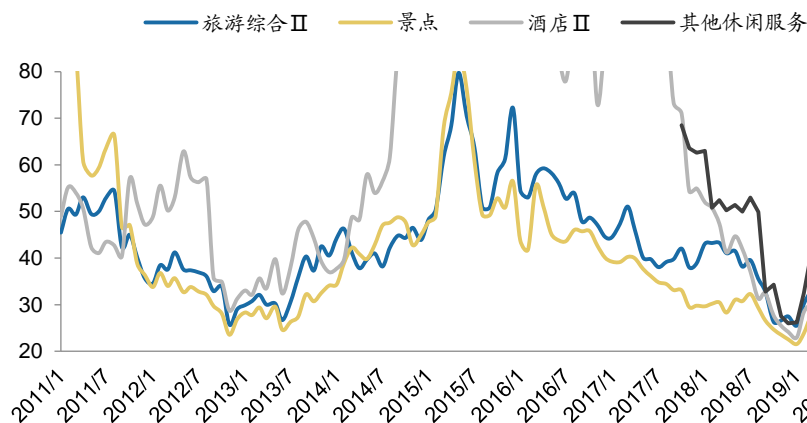
截止2020年4月30日, 申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为34倍, 与19年末估值水平持平, 受疫情影响20年以来板块估值下调, 但4月以来已经有所修复。板块相对申万A股板块P/E估值为2.1倍, 低于2010年以来平均2.4倍的历史估值中枢。分子板块来看, 旅游综合、景点、酒店和其他休闲服务截止4月30日P/E(TTM)估值分别为35X、33X、26X和34X, 较2月和3月有所修复, 2010年以来平均P/E(TTM)估值分别为44X、47X、61X和42X, 仍低于历史估值中枢。

图5: 4月30日申万休闲服务P/E (TTM) 估值为34倍, 处于历史较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 休闲服务行业各个细分板块P/E (TTM) 估值水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

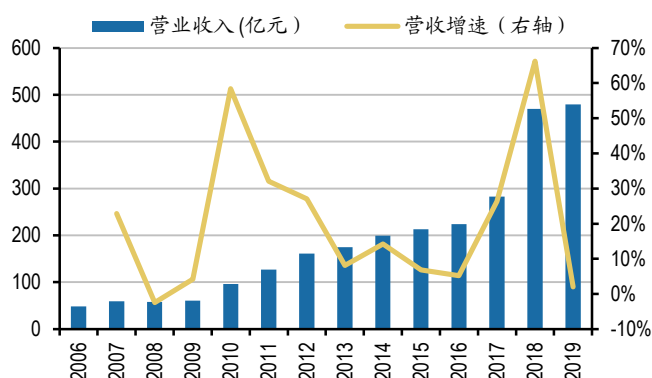
二、免税：19 年营收快速增长，中国免税全球渠道份额提升可期

（一）免税行业维持较高景气：19 年免税营收快速增长，Q1 疫情影响短期业绩

19年免税营收快速增长：中国国旅19年实现营收479.7亿元，同比增长2.0%；扣非归母净利润38.3亿元，同比增长21.8%。若不考虑旅行社剥离影响，公司19年营收同比增长36.4%，公司主营免税业务营收保持快速增长、全球渠道份额稳步提升。

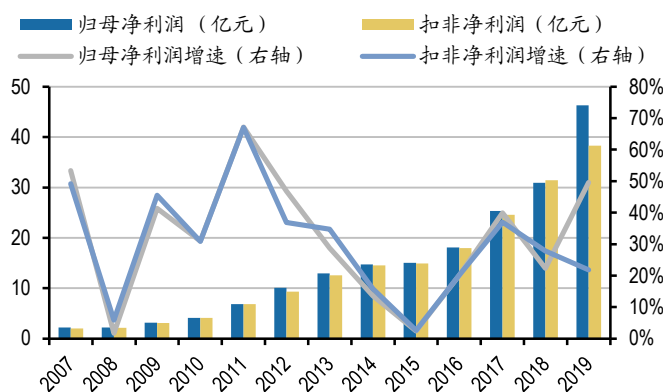
20Q1疫情影响短期业绩：2020年Q1公司实现营收76.4亿元，同比下降44.2%，归母净利润亏损1.2亿元，其中Q1公司计提存货跌价准备带来资产减值损失1.1亿元。此外，受疫情影响机场免税店闭店、公司计提机场保底租金的租赁费用。

图7：19年中国国旅实现营收480亿元，同比增长2.0%



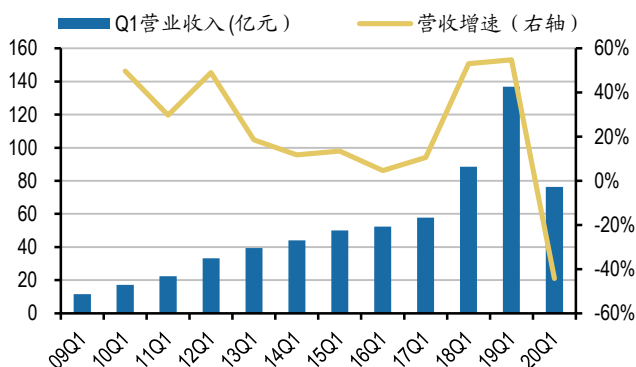
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：19年中国国旅扣非归母净利润 38.3 亿元，同比增长 21.8%



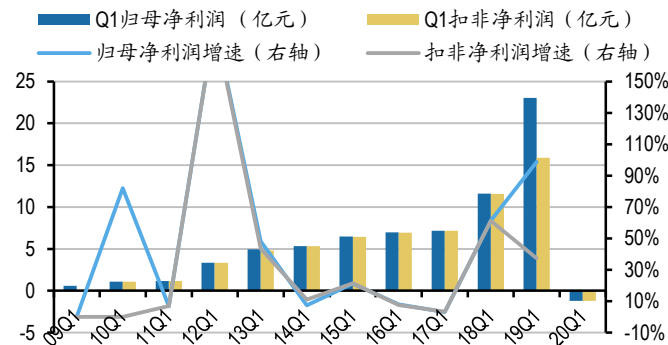
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：20Q1中国国旅营收76.4亿元，同比下降44.2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

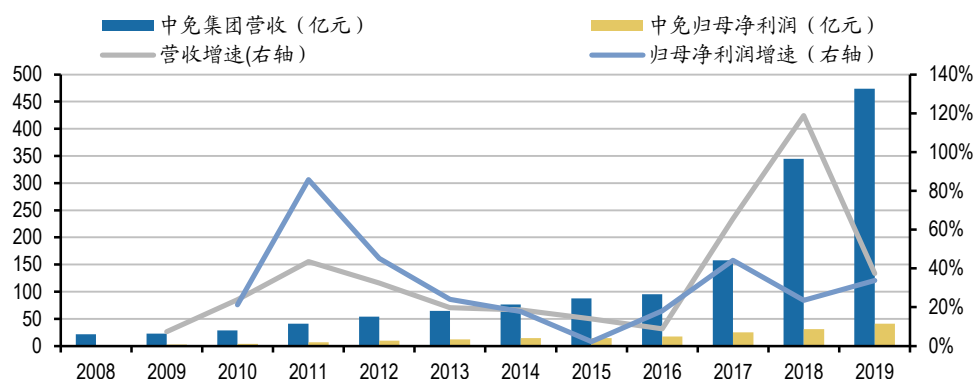
图10：20Q1中国国旅归母净利润亏损1.2亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

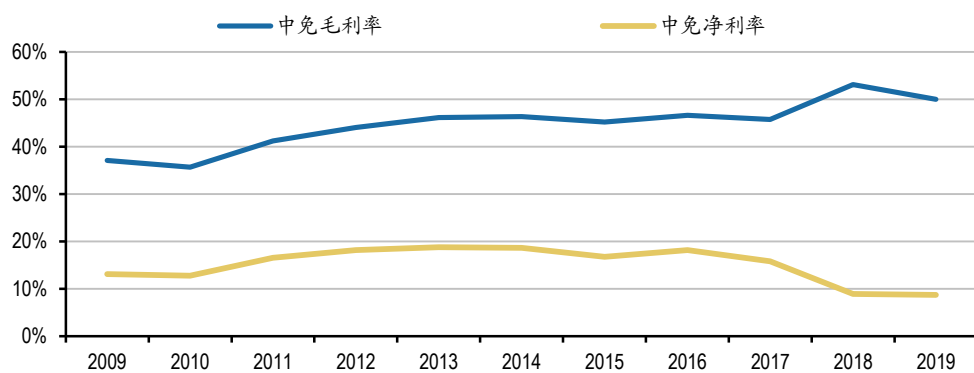
中免公司19年实现营收和归母净利润分别为473.6和41.2亿元，同比分别增长37.4%和33.8%，免税业务营收和归母净利润均保持快速增长。盈利能力方面，19年中国国旅免税业务毛利率50.0%，同比下降3.1个百分点。主要受人民币兑美元贬值影响，公司采购成本上涨。

图11：2019年中免公司营收和归母净利润同比分别增长37.4%和33.8%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图12：2019年公司免税商品销售业务毛利率50.0%，同比下降3.1个百分点



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

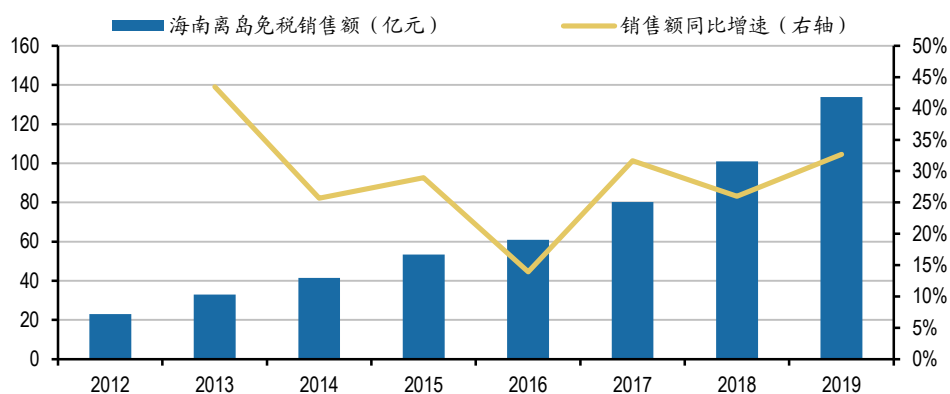
（二）分渠道：离岛免税维持快速增长，机场免税格局稳固、增长稳健

海南离岛免税维持快速增长：2019年海南离岛免税销售额133.76亿元，同比增长32.7%。其中，三亚国际免税城19年实现营收和归母净利润分别为104.6和14.2亿元，同比分别增长30.6%和28.5%。三亚免税店营收的快速增长驱动离岛免税持续成长。

三亚国际免税城销售增长势头良好，业绩稳定增长。公司海南运营总部完成采购批发和结算业务的转移，运营效率不断提升。此外，公司托管的海口、博鳌市内免税店于2019年1月开业，进一步巩固深化了公司在海南离岛免税市场的优势地位。未

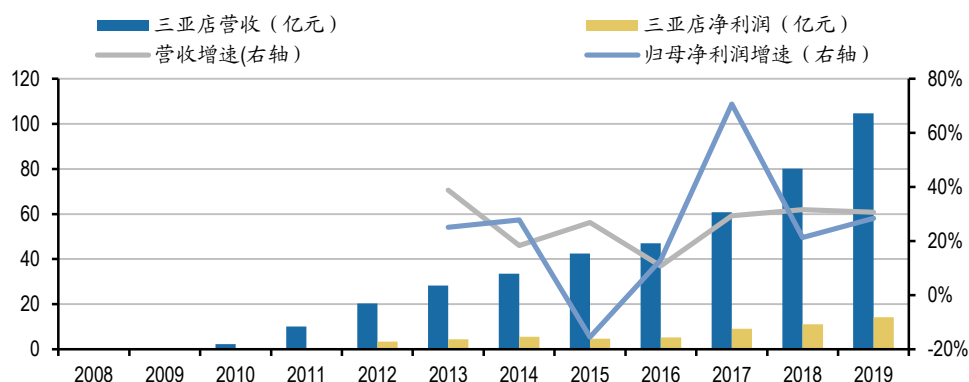
来，海南离岛免税有望受益于全球免税消费渠道回流、海南岛旅游率先复苏、以及持续受益于海南离岛免税政策持续放宽。

图13：2019年海南离岛免税实现销售额133.76亿元，同比增长32.7%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

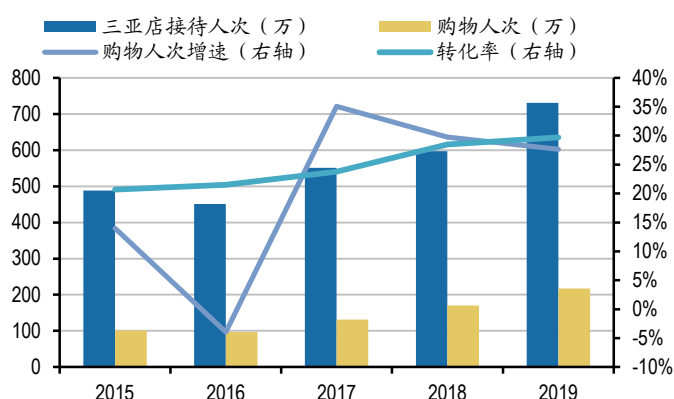
图14：2019年三亚免税店营收达到104.6亿元，同比增长30.6%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

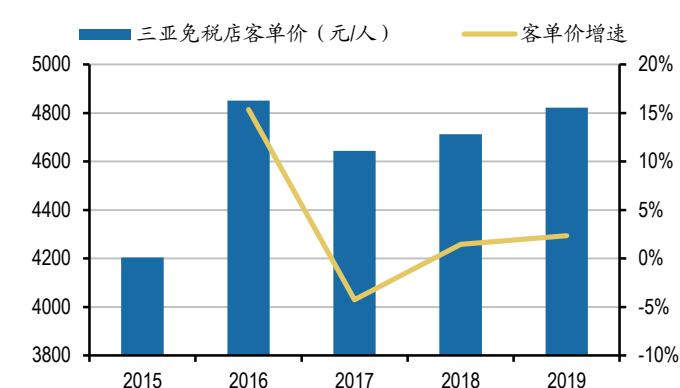
量价来看，19年三亚免税店实现购物人次217万人次，同比增长27.6%，客单价4822元/人，同比增长2.3%，客单价有所增长。受益于海南离岛免税政策放宽、将乘船离岛旅客纳入离岛免税政策覆盖范围，海南岛居民长期消费潜力释放可期。

图15: 19年三亚店购物人次同比增长27.6%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 19年三亚店客单价4822元, 同比增长2.3%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

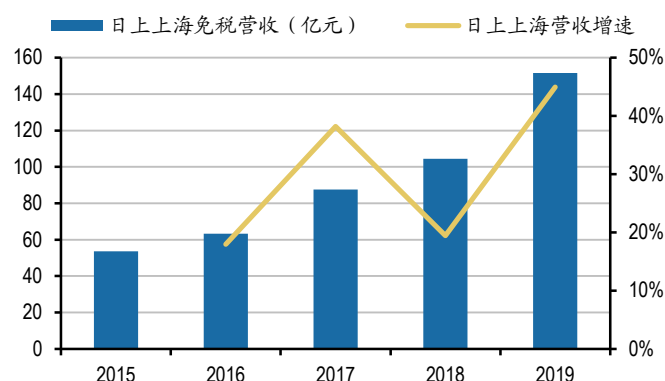
表5: 2011年政策落地以来, 我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展

历次政策调整/执行日期	政策要点
第五次调整/2018.12.28	将乘轮船离岛旅客纳入离岛免税购物政策适用对象范围
第五次调整/2018.12.1	累计购物限额提升到3万元, 取消岛内居民购物次数限制、增加品类
第四次调整/2017.1.15	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围
第三次调整/2016.2.1	提高购物限额(累计1.6万元)、取消非岛内居民购物次数限制、开设网上销售窗口
第二次调整/2015.3.20	放宽数量限制(化妆品12、香水8、手表6件)、增加品类
第一次调整/2012.11.1	提高购物限额(每次8000元)、放宽数量限制(化妆品8、香水5、手表4件)、放宽年龄限制(16岁)、增加品类
政策落地/2011.4.20	每人每次5000元(非岛内居民2次、岛内居民1次); 化妆品5、香水2、手表2件; 年龄限制18岁

数据来源: 财政部官网、广发证券发展研究中心

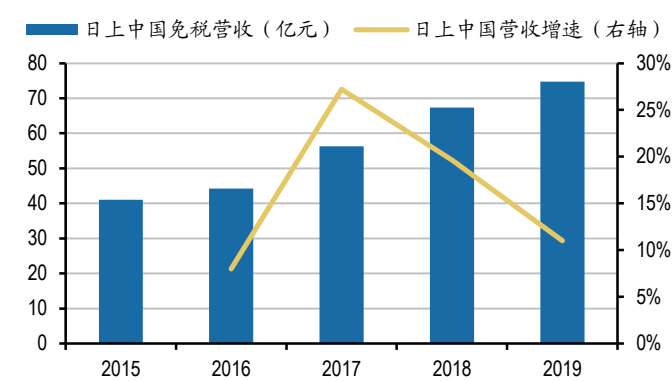
机场免税稳健成长, 中免掌握国内核心枢纽机场免税标段, 产业地位稳固。2019年上海机场免税店(含浦东国际机场和虹桥机场免税店, 2018年3月并表)实现营业收入151.49亿元, 同比增长44.95%; 首都机场免税店(含T2、T3航站楼和大兴机场免税店)实现营业收入85.89亿元, 同比增长16.25%; 香港机场免税店实现营业收入24.02亿元, 同比增长14.54%; 广州机场免税店实现营业收入19.22亿元, 同比增长117.46%。

图 17: 19 年日上上海实现营收 151.5 亿元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

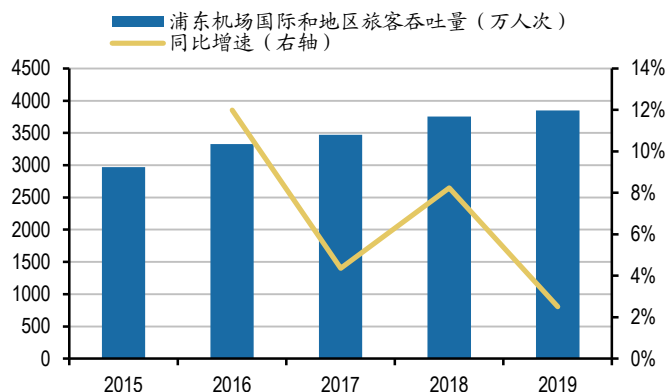
图 18: 19 年日上中国实现营收 74.8 亿元, 同比增长 11%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

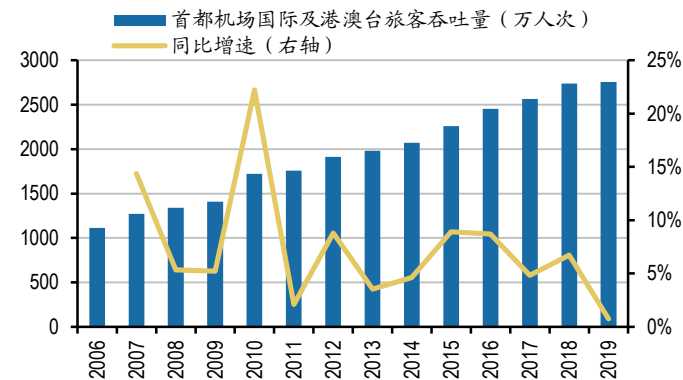
从主要机场国际和地区旅客吞吐量情况来看, 19 年上海浦东和北京首都机场国际和地区旅客吞吐量分别为 3851 和 2757 万人次, 同比增长 2.5% 和 0.8%。随着我国核心枢纽性机场免税店商品结构的不断优化、商品种类的不断丰富、购物环境的不断改善, 在出境旅客吞吐量增长放缓的背景下, 机场免税店营收依然保持双位数增长, 购物渗透转化率稳步提升。

图 19: 19 年上海浦东机场国际和地区旅客吞吐量 3851 万人次, 同比增长 2.5%



数据来源: 上海机场历年年报、广发证券发展研究中心

图 20: 19 年北京首都机场国际和地区旅客吞吐量 2757 万人次, 同比增长 0.8%



数据来源: 北京首都机场历年年报、广发证券发展研究中心

(三) 消费回流: 国内游有望率先复苏、线上销售快速增长、产业政策支持免税行业引领消费回流

国内游有望率先复苏: 根据商务部数据, 2020 年 1-3 月, 海南离岛免税销售额累计 29.78 亿元, 同比下降 30.3%; 购物人次 64.5 万人次, 同比下降 42.6%; 免税购物件数 415 万件, 同比下降 24.3%。Q1 海南离岛免税销售额降幅相对中免整体营收下降相对较小, 考虑到海外疫情情况, 我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏, 海

南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步复苏。

线上销售快速增长：今年疫情爆发以来，海南离岛免税通过加强线上免税销售、增加线上补购业务，线上免税销售额大幅增长、电商运营能力得到锻炼和改善，未来海南离岛常态线上免税销售比例有望稳步提升。同时机场免税店也受益于多样化的线上免税销售渠道、一定程度上缓解库存压力、弥补出境游大幅下降导致的口岸出境免税店损失。

根据中免集团2月29日官网新闻，三亚国际免税城电商单日销售额突破4428万元，创历史新高。疫情期间三亚店积极推动电商渠道业务量增长，在官方网上商城开展活动，活动期间订单量激增，电商团队高强度运转，各部门密切合作，通过增加班次、优化系统、加快补货，克服人手不够、分拣困难等问题。3月17日起，中免集团开展补购业务，补购平台上线以来销售额累计达8112万元。

根据海口日报4月22日报道，疫情期间海南离岛免税网络销售额增长迅猛，截至4月19日，海口机场免税店官网销售额逾2亿元，19年海口机场免税店官网销售额2.3亿元，较16年上线第一年的近9千万元增幅较大。海口机场店的海南本岛居民旅客消费金额由2012年的2000万元增长到2019年的2.8亿元。

产业政策支持免税拓店引导消费回流，支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化。

顶层设计层面：2020年3月13日，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》首次提出了建设中国特色免税体系为目标，坚持服务境外人士和我出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。

意见首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标，提出坚持服务境外人士和我出境居民并重，这与中国消费者在全球奢侈品和全球旅游零售渠道的消费主体地位是相匹配的，顶层设计的定位高度和政策方向破除了此前中国免税行业发展过程中产业链各个环节在方向和目标上的障碍，有利于激发产业链各个环节的投资动能，中国免税产业景气向好可期。

海南离岛免税方面：2020年3月25日，海南省人民政府发布的《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》提出：扩大离岛免税购物消费限额，增加免税商品品种。引导免税品经营企业在现有门店增加品牌数量，简化免税购物手续，扩大免税品网络销售规模。推出离岛免税购物系列促销活动，举办优惠月(季)活动。

表6: 2011年我国颁布海南离岛免税相关政策、2016年我国增设多个口岸进境免税店

实施时间	文件名称	政策要点
2019年5月17日	《口岸出境免税平等竞标口岸出境免税店经营权》	1) 对具有免税品经营资质且近5年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业, 放开经营免税店的地域和类别限制, 准予企业《口岸出境免税平等竞标口岸出境免税店经营权》。2) 合理规范租金和提成, 避免片面追求“价高者得”, 技术指标(含店铺设计、品牌招商、运营计划、店管理暂行办营销客服)在评标中占比不得低于50%。3) 设有口岸进、出境免税店的口岸应对口岸进、出境免税店统一招标。4) 机场口岸业主不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立提货点的排他协议。5) 口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股(持股比例大于50%)。
2018年3月29日	《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	1) 合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平, 避免片面追求“价高者得”。财务指标在评标中占比不得超过50%。租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍; 销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。2) 应综合考虑企业的经营能力, 甄选具有可持续发展能力的经营主体。经营品类, 尤其是烟酒以外品类的丰富程度应是重要衡量指标。技术指标在评标中占比不得低于50%。技术指标分值中, 店铺布局和设计规划占比20%; 品牌招商占比30%; 运营计划占比20%; 市场营销及顾客服务占比30%。品牌招商分值中, 烟酒占比不得超过50%。
2016年2月18日	《口岸进境免税店管理暂行办法》	1) 国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸, 深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸, 珠海拱北口岸, 黑河口岸等水陆口岸各设1家口岸进境免税店。2) 对原经国务院批准具有免税品经营资质, 且近3年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业, 放开经营免税店的地域和类别限制, 准予这些企业平等竞标口岸进境免税店经营权。口岸进境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股(持股比例大于50%)。
2011年12月5日	《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》	1) 离岛免税店是指对乘飞机离岛(不包括离境)旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物的经营场所。2) 国家对离岛免税店实行特许经营政策。离岛免税店按经营免税商品业务年销售收入的4%, 向国家上缴免税商品特许经营费。3) 国家统筹安排海南离岛免税店的布局和建设。由海南省人民政府提出意见, 送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后, 报国务院批准。4) 具有免税品经销资格的企业必须对离岛免税店绝对控股。
2000年1月1日	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	我国对免税行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。经营单位设立免税商店需由中免公司统一向海关总署提出书面申请; 各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税商店的经营活动。

数据来源: 财政部官网、海关总署、广发证券发展研究中心

三、酒店：龙头开店提速，疫情之后看好龙头恢复弹性

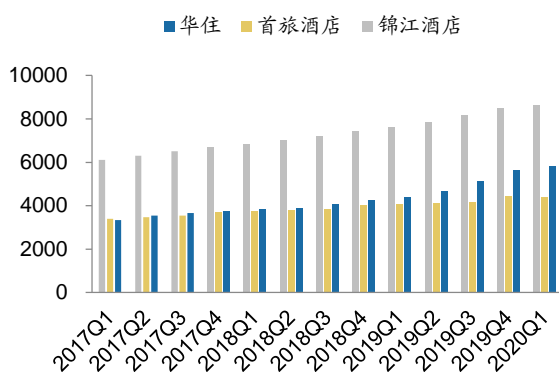
(一) 开店情况：酒店龙头延续较快开店，中高端、加盟店占比持续提升

2019年在宏观经济下行，酒店行业RevPar整体回落的背景下，国内四家酒店龙头公司锦江、华住、首旅和格林酒店开店数稳步增长，成为龙头增长的主要驱动。从总数看，2019年四家公司合计净增开店数4060家，酒店数和客房数同比分别增长22%和18%。其中锦江酒店、首旅酒店、华住19年新开店分别为1617家、829家、1715家；关店546家、428家、327家；净开店分别为1071家、401家、1388家。20年一季度受疫情影响三大酒店集团部分门店被迫关店，开店速度也受到一定影响，Q1锦江酒店、首旅酒店和华住分别新开店253家、296家、62家；关店120家、100家、76家；Q1净开店数分别为133家、-38家和220家。截止2020Q1，锦江酒店、首旅酒店和华住门店数分别为8647家、4261家和5838家，较18年末分别增加1204家、363家和1608家门店。

2019年酒店龙头轻资产战略持续推进，中高端酒店占比稳步提升，门店结构持续优

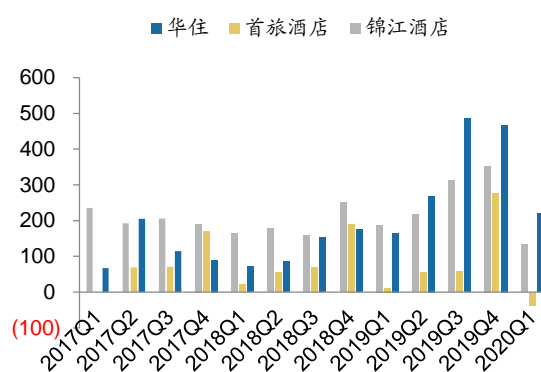
化。截止2020Q1，锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比分别为88.8%、80.9%和88.2%。中高端酒店占比分别为42.7%、21.9%、31.6%（华住2020Q1将宜必思重新划分至经济型酒店）。

图21：锦江酒店、首旅酒店、华住门店数对比



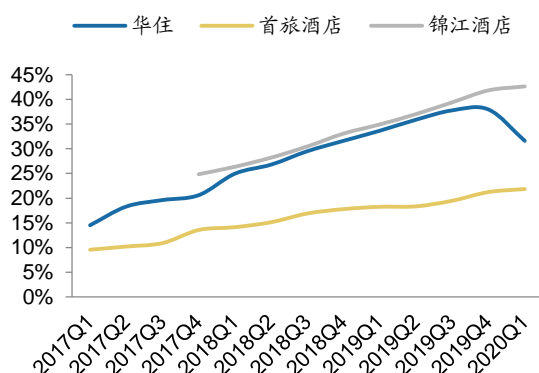
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图22：锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数对比



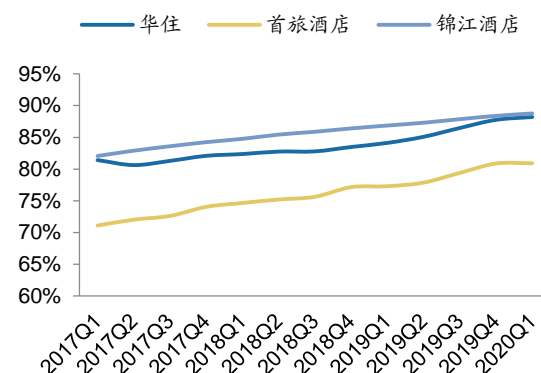
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图23：锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24：锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

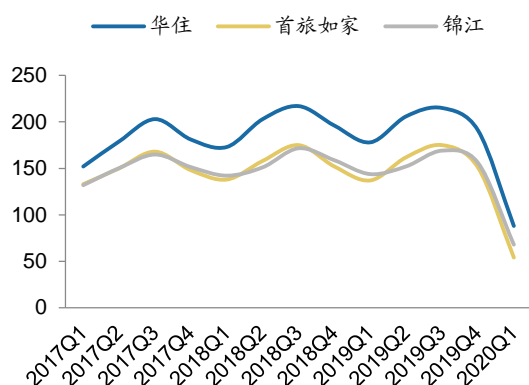
（二）经营情况：Q1 受疫情影响酒店经营整体承压，经济型酒店表现好于中高端

受到疫情影响，一季度酒店行业经营情况整体压力较大。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR分别为68元、54元和75元，同比分别下降52.8%、61.7%和58.1%（锦江酒店、华住剔除临时关闭门店后同比分别下降38.8%和50.5%）。锦江酒店、首旅酒店、华住Q1ADR同比分别下降2.1%、-14.1%和-14.6%；OCC同比分别下降36.5pct、41.7pct、41.0pct。

三大酒店集团经济型门店价格下调空间较小，同店RevPAR整体表现好于中高端酒店

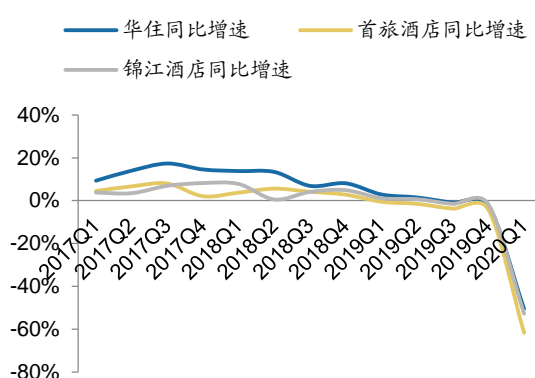
店。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住经济型酒店同店RevPAR同比分别下降45.69%、62.3%、50.6%；中端酒店同比分别下降50.05%、65.5%、56.2%。

图25: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR对比



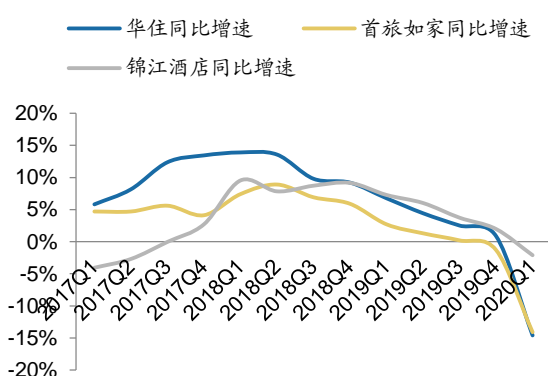
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图26: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR增速



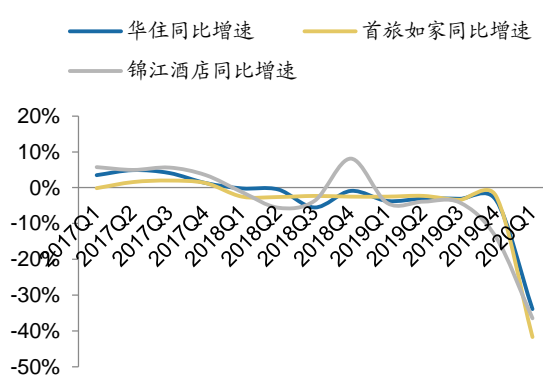
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图27: 锦江酒店、首旅酒店、华住ADR同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 锦江酒店、首旅酒店、华住OCC同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

锦江酒店: 境内酒店Q1 RevPAR、ADR、OCC分别为67.9元、199.6元、34.04%，同比分别-52.75%、-2.11%、-36.48pct。其中经济型和中端酒店RevPAR同比分别下降57.6%和52.9%，入住率分别为29.9%和38.1%，同比分别下降38.3pct 和35.5pct，中端酒店入住率较好对中端酒店整体表现有所支撑。中端酒店和经济型酒店平均房价同比分别下降9.0%和3.2%。从境外酒店情况来看，Q1卢浮酒店营收8978万欧元，同比下降21.4%，亏损906万欧元。RevPAR同比下降14.5%，剔除受疫情影响停业酒店，境外酒店RevPAR同比下降5.47%。考虑到海外疫情影响，预计Q2境外酒店经营业绩会进一步承压。从同店情况来看，剔除因疫情影响停业酒店后Q1同店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降48.3%、3.79%和33.96pct。经济型酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降45.69%、0.23%和31.63pct，中端酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降50.05%、5.74%、36.59pct。中端酒店房价下滑较大影响同店RevPAR表现。

首旅酒店：2020年Q1首旅如家经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降61.5%、65.5%和58.4%，经济型和云酒店表现相对较好，中高端酒店RevPAR降幅更大，主要是受疫情影响中高端平均房价下降空间更大。以及房价下调和特殊时期消费者对酒店品质要求提高的因素下中高端酒店入住率表现更好。一季度经济型、中高端、云酒店ADR同比分别下降13.8%、25.0%、10.9%，入住率同比分别下降43.6pct、34.9pct、33.5pct。从同店经营情况来看，全部酒店同店RevPAR/ADR/OCC同比分别下降63.1%、16.1%和43.2pct。经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降62.3%、65.5%、56.8%。

表7：锦江酒店、首旅酒店和华住Q1分档次酒店经营数据对比（华住采用包括临时关店酒店口径）

项目	Revpar (元)		ADR (元)		OCC	
	2020Q1	同比%	2020Q1	同比%	2020Q1	同比增减百分点
首旅酒店						
经济型酒店	49.0	-61.5%	138.0	-13.8%	35.30%	-43.6
中高端酒店	70.0	-65.5%	237.0	-25.0%	29.60%	-34.9
云酒店	42.0	-58.4%	144.0	-10.9%	29.30%	-33.5
整体	54.0	-61.7%	162.0	-14.1%	33.50%	-41.7
锦江酒店						
经济型酒店	45.1	-57.6%	151.0	-3.2%	29.85	-38.3
中端酒店	90.1	-52.9%	236.5	-9.0%	38.1	-35.5
整体	67.9	-52.8%	199.6	-2.1%	34.04	-36.5
华住						
整体	75.0	-58.1%	189.0	-14.6%	39.6	-41.0

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从目前恢复情况来看，龙头公司体现出更强的弹性，考虑到疫情对消费者消费习惯的长期影响，对安全保障更好，标准化强的大品牌也体现出更强的倾向。根据锦江酒店电话会，截止4月6日境内恢复运营酒店回升至92%以上，旗下锦江都城、铂涛和维也纳中的两家入住率已超过50%，另外一家入住率接近40%。首旅酒店截止4月15日90%酒店已经恢复经营，如家复工开业店出租率达到65%。根据华住19Q4业绩公告，截止3月26日，集团旗下开业酒店比例从最低点的50%恢复至93.5%；入住率从春节期间的10%恢复至62%。

（三）财务情况：19 年开店加速带动业绩稳健增长，Q1 营收业绩受疫情影响较大

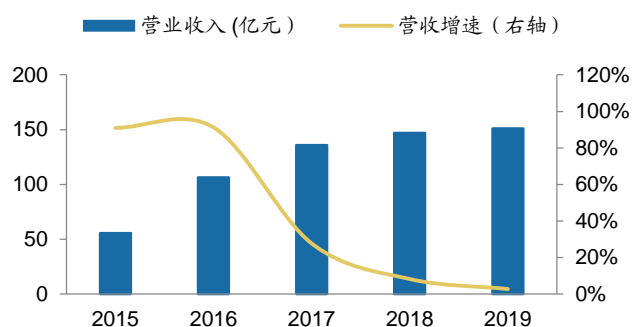
锦江酒店：19年实现营收151.0亿元，同比增长2.7%，有限服务型酒店和食品及餐饮业务分别贡献营收148.5亿元和2.5亿元，同比分别增长2.7%和7.2%。其中加盟店营收贡献持续提升，19年前期服务费和持续加盟费分别贡献营收6.9亿元和22.4亿元，同比分别增长16.3%和9.7%。公司19年扣非后归母净利润为8.9亿元，同比增长

20.7%。

盈利能力方面，公司19年毛利率为89.9%，同比增长0.3pct；扣非后净利率为5.9%，同比增长0.9pct。费用方面：公司19年销售、管理和财务费用率分别为50.9%、27.2%和2.3%，同比分别下降0.36pct、0.64pct和0.28pct。控费能力持续优化。

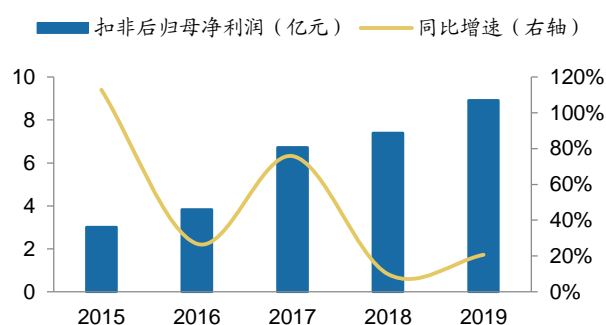
Q1财务情况：一季度实现营收21.9亿元，同比下降34.4%。归母净利润1.71亿元，同比下降42.3%；一季度公司出售多家酒店物业，贡献非经常性损益4.8亿元增厚利润，金融资产公允价值变动损失2.2亿元，扣非后归母净亏损9363.0万元，去年同期为盈利7083.9万元。营业成本和期间费用由于执行新收入准则变化较大。研发费用2362万元，同比增长32.4%主要是铂涛软件开发费用增长所致。Q1借款金额下降导致利息费用同比下降31.3%。

图29：锦江酒店19年实现营收151.0亿元，同比增长2.7%



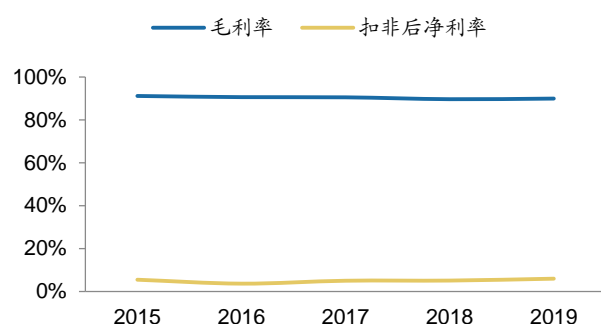
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图30：锦江酒店19年扣非后归母净利润为8.9亿元，同比增长20.7%



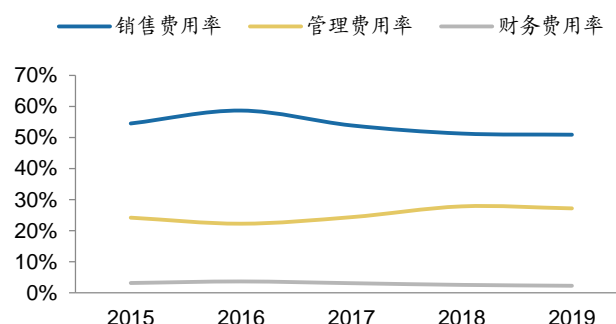
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图31：锦江酒店毛利率和扣非后归母净利率水平



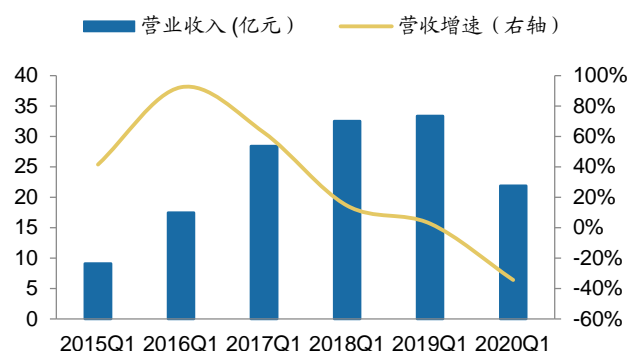
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图32：锦江酒店销售、管理和财务费用率



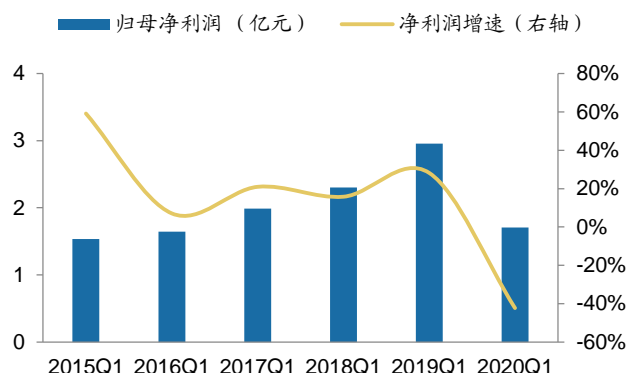
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 锦江酒店Q1营收21.9亿元, 同比下降34.4%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 锦江酒店20年Q1归母净利润同比下降42.3%

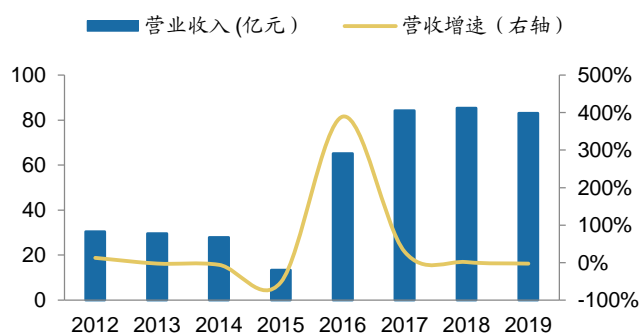


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

首旅酒店: 19年实现营收83.1亿元, 同比下降2.7%; 扣非后归母净利润为8.2亿元, 同比增长18.3%, 主要是控费水平提升导致期间费用下降。盈利能力方面: 2019年公司毛利率为93.7%, 同比下降0.8pct。主要是酒店运营业务送餐增加和单份早餐成本增长导致餐饮成本增加以及商品销售收入上升导致商品成本增加。2019年扣非后归母净利率为9.8%, 同比增长1.7pct。费用方面: 19年公司控费水平整体较好, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为65.0%、12.1%和1.5%, 同比分别下降0.7pct/0.2pct/0.5pct。管理费用率下降主要是RevPAR下降导致特许店总经理奖金减少所致; 财务费用下降主要是贷款利息减少以及利息收入增加所致。公司19年储备店持续增加, 在建店费用为1.1亿元, 同比增长69.4%。

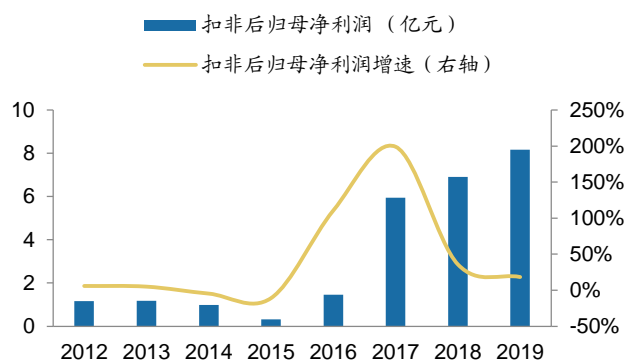
Q1财务情况: Q1首旅酒店营收8.0亿元, 同比下降58.8%; 归母净亏损5.26亿元。公司在成本费用端加大把控力度, 市场营销投入减少, 一季度销售费用、管理费用和财务费用同比分别下降27.1%、9.4%和35.6%。

图35: 首旅酒店19年全年实现营收83.1亿元, 同比下降2.7%



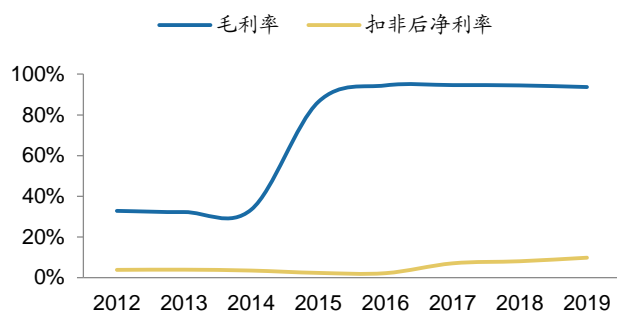
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图36: 首旅酒店19年扣非后归母净利润为8.2亿元, 同比增长18.3%



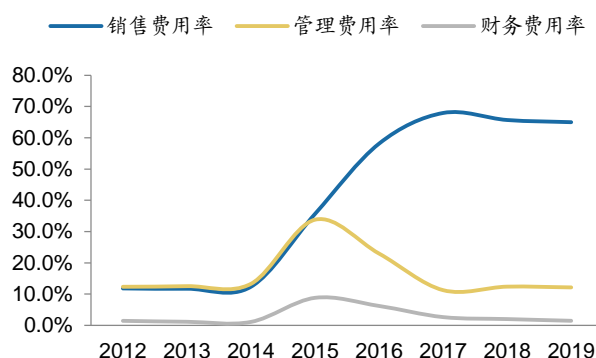
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图37：首旅酒店毛利率和扣非后归母净利润率水平



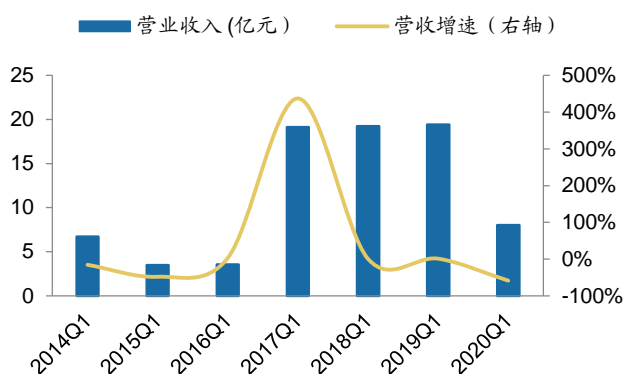
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图38：首旅酒店各项费用水平



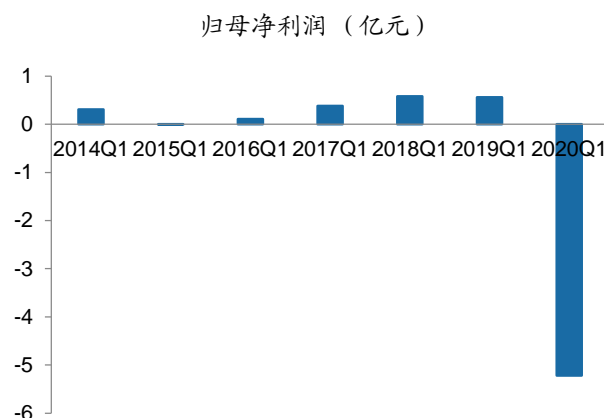
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39：首旅酒店Q1营收8.0亿元，同比下降58.8%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图40：首旅酒店Q1归母净亏损5.26亿元



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、景区：受疫情影响普遍亏损，景区升级转型持续推进

（一）财务情况：受疫情影响一季度景区公司整体亏损，控费力度加大

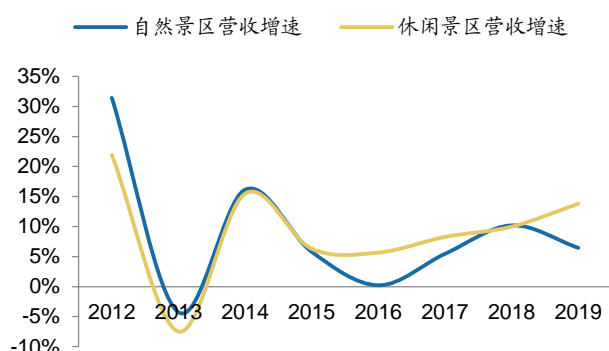
将主要的上市景区类公司划分为休闲和自然景区来看，其中休闲景区包含中青旅、宋城演艺和大连圣亚3家上市公司，自然景区包含黄山旅游、峨眉山A、丽江旅游、桂林旅游、张家界、长白山、三特索道、九华旅游、曲江文旅、西安旅游和天目湖 11家上市公司。用整体法计算来看，19年休闲景区和自然景区营收同比分别增长13.8%和6.5%，扣非后归母净利润同比分别增长10.1%（宋城演艺采用剔除重组影响后的扣非后归母净利润）和下降1.2%。

盈利能力方面：19年自然景区和休闲景区盈利能力整体均有所下滑。自然景区和休闲景区19年毛利率分别为36.7%和32.1%，自然景区同比基本持平，休闲景区同比下降2.5pct；扣非后归母净利率分别为7.8%和10.0%，同比分别下降0.6pct和1.5pct；ROE分别为4.5%和10.7%。

费用方面：整体来看19年自然景区和休闲景区期间费用率分别为20.1%和16.7%，休闲景区费用控制方面整体仍好于自然景区。自然景区19年销售、管理和财务费用率分别为5.0%、13.6%、1.5%，同比分别下降0.2pct、0.1pct、0.5pct；休闲景区19年销售、管理和财务费用率分别为10.0%、6.0%和0.7%，销售和管理费用率同比基本持平，财务费用率同比下降0.1pct。

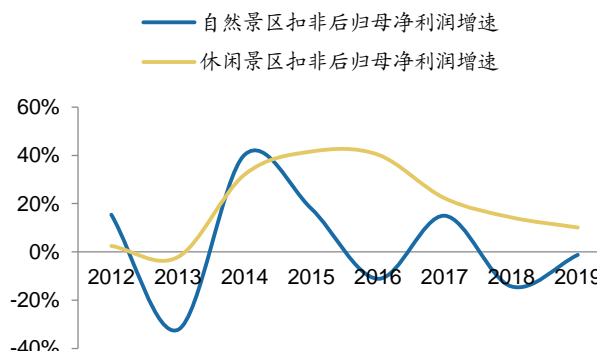
Q1自然景区和休闲景区受到疫情影响暂停对外开放，营收和业绩均受到较大影响，平均亏损0.49亿元，整体亏损幅度较大，仅宋城演艺能依靠政府补助和投资收益实现扣非后盈利。上市公司纷纷通过加强费用控制，缩减资本开支等方式应对疫情影响。2020Q1景区类上市公司整体销售费用同比下降31.1%，剔除宋城演艺（将部分营业成本调整到销售费用）后整体管理费用率同比下降4.9%。

图41：自然景区和休闲景区营收增速对比



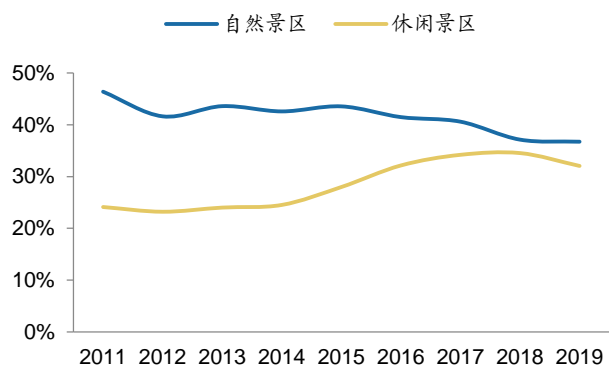
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：自然景区和休闲景区扣非后归母净利润增速对比



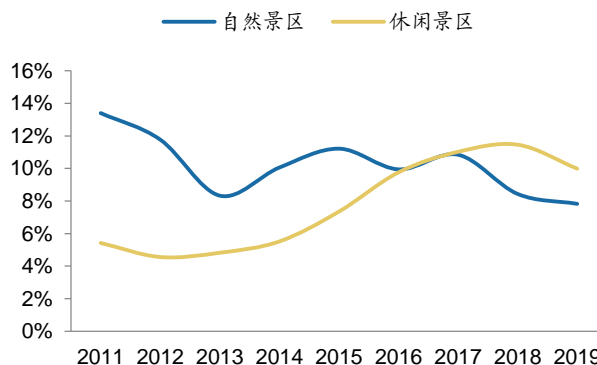
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43：自然景区和休闲景区毛利率对比



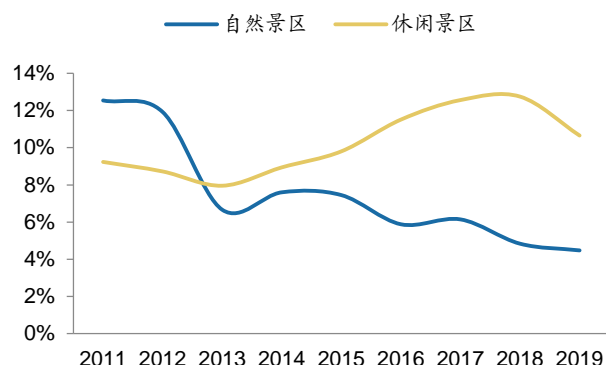
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图44：自然景区和休闲景区扣非后归母净利率对比



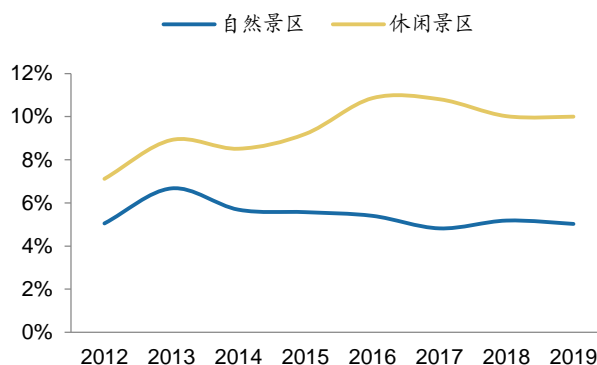
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图45：自然景区和休闲景区ROE对比



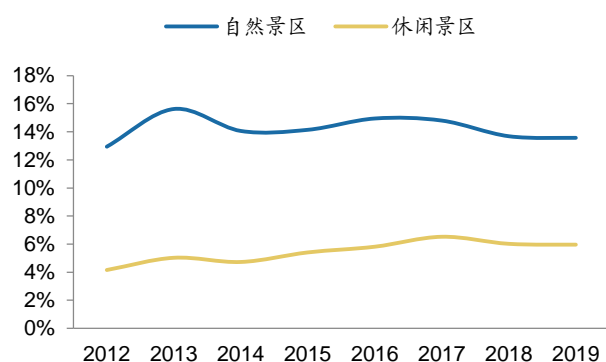
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图46：自然景区和休闲景区销售费用率对比



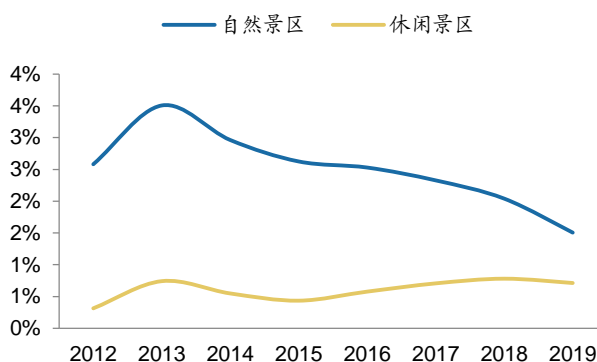
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图47：自然景区和休闲景区管理费用率对比



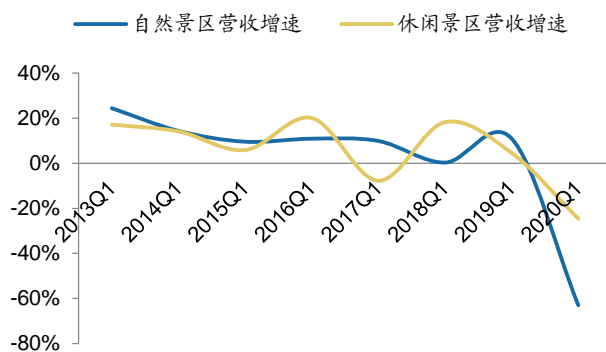
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图48：自然景区和休闲景区财务费用率对比



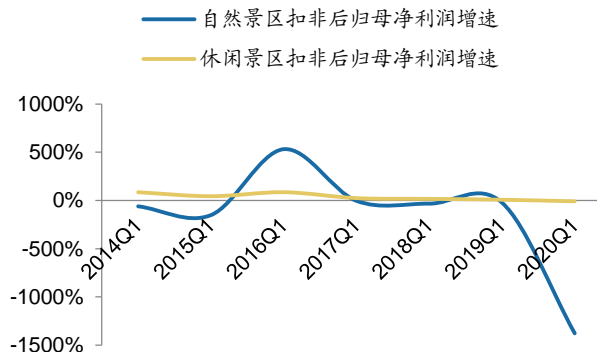
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图49：自然景区和休闲景区Q1营收增速对比



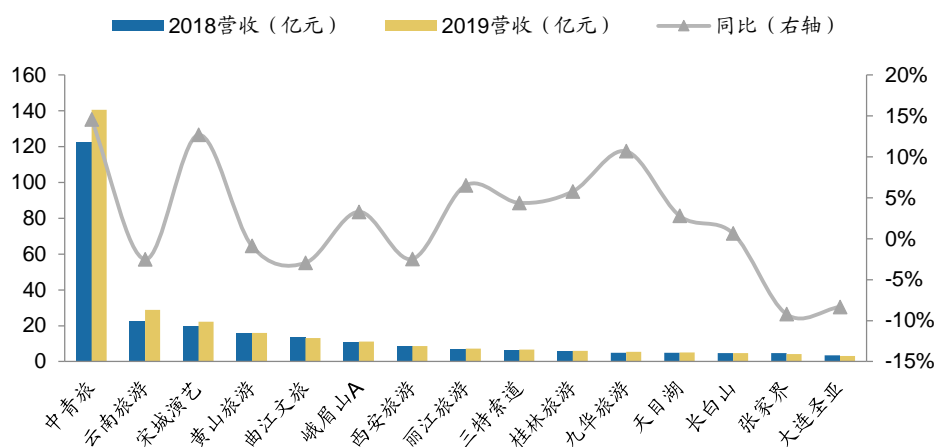
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图50：自然景区和休闲景区Q1扣非后归母净利润增速对比



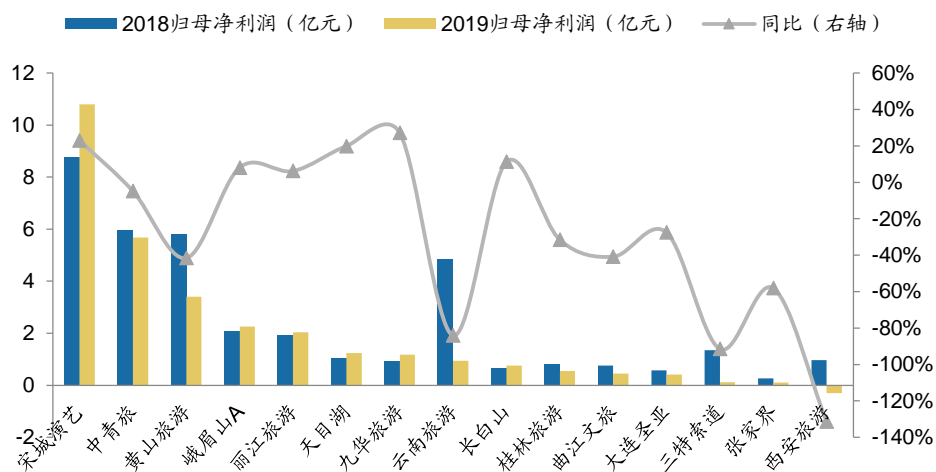
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图51：主要上市景区公司2018-19年营收及同比增速



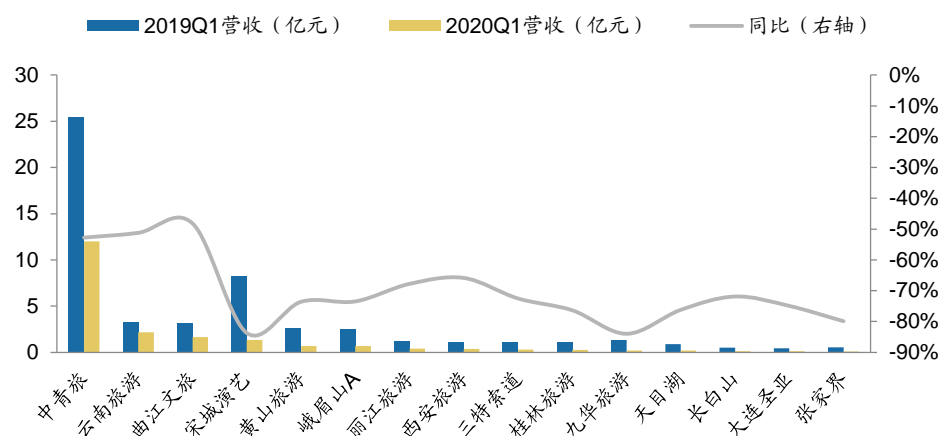
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图52：主要上市景区公司2019年归母净利润及同比增速



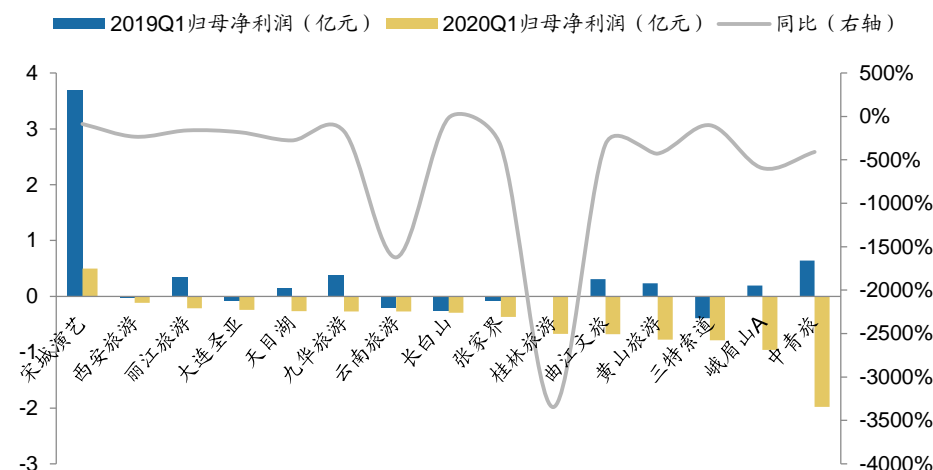
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：主要上市景区公司2020Q1营收及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图54：主要上市景区公司2020Q1归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）景区经营情况：降价政策影响下景区客单价普遍下滑，转型升级持续推进

中青旅：2019年乌镇接待游客918.3万人次，同比增长0.35%，其中东栅和西栅景区分别接待388.6万人次和529.7万人次，同比分别下降3.1%和增长3.0%。古北水镇受到周边项目分流、北京地区大型活动影响，全年接待客流239.4万人次，同比下降6.7%。乌镇和古北水镇19年客单价同比分别提升14.1%和2.0%。

黄山旅游：19年进山游客共计350.1万人，同比增长3.6%，但景区业务受到门票降价影响，19年客单价同比下降10.9%导致营收有所下滑。索道业务19年增长良好，

全年索道及缆车累计运送游客737.95万人次，同比增长10.29%；索道客单价为75元，同比增长1.3%。19年公司签署了浙江六春湖索道托管协议，索道管理输出模式开始推进。

峨眉山A: 19年受到景区门票降价刺激、老年人优惠政策以及下半年旅游旺季提振，全年进山人数为398万人次，同比增长13.3%，客流增长良好。客单价同比下降22.3%。

张家界: 19年环保客运、宝峰湖、十里画廊、杨家界索道客流量分别为313.4万人次、48.9 万人次、137.5万人次、118.6万人次，环保客运、宝峰湖受到门票降价和扩大特殊群体免票范围影响同比分别下降6.6%、37.9%；十里画廊、杨家界索道同比分别增长8.6%和112.5%。

表8: 主要景区类上市公司客流量及客单价汇总

	客流量 (万人)			客单价 (元/人)		
	2018	2019	同比	2018	2019	同比
黄山旅游						
索道游客数	669.0	738.0	10.3%	74.1	75.1	1.3%
进山游客数	338.0	350.1	3.6%	68.3	60.9	-10.9%
峨眉山 A						
游山购票人数	330.0	398.0	13.3%	144.0	111.9	-22.3%
桂林旅游						
景区	476.0	433.6	-8.9%	59.7	65.3	9.5%
漓江游船	61.0	66.6	9.8%	214.8	205.9	-4.1%
漓江饭店	32.7	30.2	-7.7%	315.1	314.4	-0.2%
汽车运输	67.4	67.0	-0.6%	61.8	54.3	-12.1%
丽江旅游	357	477.72	29.32%	106	69.36931	-34.6%
玉龙雪山索道	270.0	307.1	13.9%			
云杉坪索道	83.0	150.1	80.7%			
牦牛坪索道	17.0	20.6	22.4%			
印象丽江演出场次	520.0	828.0	59.2%			
张家界						
环保客运	336.0	313.4	-6.6%	51.0	47.8	-6.3%
宝峰湖景区	79.0	48.9	-37.9%	84.0	90.4	7.7%
十里画廊	122.0	137.5	8.6%	41.0	39.5	-3.6%
杨家界索道	56.0	118.6	112.5%	63.0	54.5	-13.4%
中青旅						
乌镇	915.0	918.3	0.4%	208.0	237.3	14.1%
其中: 东栅	401.0	388.6	-3.1%			
其中: 西栅	514.0	529.7	3.0%			
古北水镇	256.0	239.4	-6.7%	389.0	396.9	2.0%
三特索道						
梵净山索道	120.0	143.6	19.6%	212.0	199.7	-5.8%
华山索道	204.0	191.7	-6.0%	74.0	72.0	-2.7%

海南公司	104.0			91.0		
浪漫天缘景区	10.4	20.7	98.7%	84.6	82.1	-2.9%
庐山三叠泉索道	50.0	55.0	10.0%	59.0	55.1	-6.6%
珠海索道	31.0	27.0	-12.7%	37.8	36.6	-3.1%
千岛湖索道	90.0	105.8	17.6%	35.0	35.0	0.0%
南漳古山寨	19.6	16.3	-16.8%	43.4	42.5	-2.0%
保康九路寨	3.9	3.7	-4.7%	135.6	104.5	-22.9%
崇阳雩水河	3.3	3.7	9.6%	265.6	222.8	-16.1%
崇阳公司	8.0	5.1	-36.3%	160.0	174.6	9.1%
克旗公司	0.52	0.57	9.6%	388.7	512.1	31.7%
长白山						
景区接待人次	251	251.7	0.3%	129.0	128.1	-0.7%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

近年来各大景点类上市公司纷纷加大新项目的开发力度，延长游客逗留时间，丰富游客体验，异地项目有望为公司带来新的增长驱动。特别是自然景区类上市公司有望通过新项目克服自身票价受限的增长瓶颈，加速景区从观光向休闲度假的转型。2019年6月宋城演艺旗下张家界千古情开业，首季度实现盈利，19年实现营收6547万元。峨眉山携手“印象”、“又见”系列演艺团队打造的“只有峨眉山”于9月对外开演。曲江文旅项目升级后的《梦回大唐》黄金版于2019年12月28日首演。2020年各大景区公司新项目工期或受到疫情影响有所延长。宋城旗下西安、上海和新郑项目计划于推出，九寨项目也将恢复运营；珠海演艺谷已于4月底开始动工。天目湖御水温泉二期竹溪谷基本完工。张家界大庸古城项目主体和外饰装修工程均已完成，正在全力推进道路、绿化等附属工程建设。

2020年一季度景区受到疫情影响较大，但目前主要户外景区大多恢复营业，行业也有望受益于居民旅游信心的恢复和各地刺激措施和旅游消费券的密集推出。一线城市、市内演艺目前恢复营业进程稍缓。宋城演艺旗下原定于2020年4月3日恢复开放的《宋城千古情》、《桂林千古情》、《张家界千古情》、杭州乐园暂缓开园；上海海昌海洋公园于3月30日起再次暂停开放。

表9：主要景区类上市公司19年计划或新增重点项目概览

主体	项目	项目概况
黄山旅游	花山谜窟	项目总动工面积约 1500 亩，一期工程项目预计 2018 年 10 月开始招标动工，至 2020 年 12 月完成所有建设内容。2019 年 6 月 14 日花山谜窟公司已变更为公司的全资子公司。2019 年公司对全资子公司花山谜窟公司增资 4 亿元。
	上海	2018 年 9 月 27 日开工，建设期约为 1.5 年，选址为上海世博大舞台，占地面积为 41200 平方米（约合 81.8 亩），预计 2020 年开业。
宋城演艺	西安	建设期约为 2 年，选址为西安浐灞生态区世博园内，占地面积约 100 亩，预计 2020 年开业。

	珠海演艺谷	项目选址于广东省珠海市斗门区斗门镇。项目总占地约为 1500 亩，投资约人民币 30 亿元。2020 年 4 月 28 日已经开工。
张家界	大庸古城	截止 4 月 28 日大庸古城项目主体和外饰装修工程均已完成，正在全力推进道路、绿化等附属工程建设。受疫情影响暂不能确定大庸古城开业的准确时间。项目总投资额度增调 24.4 亿元。
峨眉山	只有峨眉山	该项目地址位于峨眉山脚下川主镇高河村峨眉河南岸，土地使用面积 74492.00 平方米。该演艺项目 2019 年 9 月底正式对外演出运营，作为一台新兴演艺节目，尚需进行前期市场孵化。峨眉山景区于 2020 年 4 月 29 日发布公告称暂不恢复《只有峨眉山》演艺。
	御水温泉二期竹溪谷	基本完工。相应宣传、经营物资筹备、人员招聘工作均一一落实。
天目湖	南山小寨	南山小寨二期项目用地尚未获得土地使用权证，相关土地使用方面的前期手续正在办理之中。项目建设周期 2 年，占地面积约 70 亩。项目投资总额 2.6 亿元，拟使用募集资金投入 2.4 亿元。
	御水温泉	项目建设期 1 年，占地 176 亩。投资总额 6912 万元，拟使用募集资金投入 6000 万元。本项目是对酒店、客栈和温泉的整体改造，包括室内装修工程、设施设备更新、温泉管道改造等工程，装修面积约 30000 平方米。
中青旅	濮院景区	濮院景区目前仍处于建设阶段，由于新冠肺炎疫情影响，景区预计将推迟开业计划。
桂林旅游	《境 SHOW·生动莲花》	2020 年 3 月 11 日公司董事会同意将《境 SHOW·生动莲花》项目投资总额调整为 1.1 亿元。建设周期 14 个月，计划在 2021 年一季度完成竣工验收并试演。
丽江旅游	泸沽湖摩梭小镇项目	泸沽湖摩梭小镇项目已取得项目建设用地，项目的立项审批等前期工作已基本完成，项目样板区建设即将完工。香巴拉月光城项目基本完工，预计 2020 年下半年可试运营；巴塘假日酒店项目已建设完成，并于 2019 年 7 月开业运营。
曲江文旅	《梦回大唐》黄金版剧目	大唐芙蓉园景区管理分公司于 2019 年 4 月 8 日对《梦回大唐》停演，对演出编排及配套等进行提升。《梦回大唐》黄金版于 2019 年 12 月 28 日首演。
三特索道	东湖海洋公园	2019 年 8 月公司收购东湖海洋公园 80% 的控股权。9 至 12 月共接待游客 39.74 万人次，实现营业收入 2656.9 万元，净利润 386.3 万元。

数据来源：各景区上市公司相关公告、公司年报、广发证券发展研究中心

表10: 主要景区开业情况和周边省市刺激消费措施汇总

景区	开业情况	周边省市刺激消费的措施	限流情况
宋城演艺	原定于 2020 年 4 月 3 日恢复开园的《宋城千古情》《桂林千古情》《张家界千古情》、杭州乐园暂缓开园，具体开园时间另行通知。	浙江推行 2.5 天假期制，推出总价达 10 亿元的文旅消费券和一亿元的文旅消费大红包。	——
天目湖	3 月 20 日恢复营业。	常州推出《常州市支持文旅发展，促进旅游消费的八项措施》，3000 万常州旅游消费券在携程旅行网、携程旅行 APP 等平台全面上线。	景区日接待量原则上不超过最大承载量的 50%，瞬间流量不超过最大瞬时流量的 30%，剔除团队游客不超过 30 人。
张家界	武陵源核心景区 2 月 7 日起率先对外开放。	4 月 3 日，张家界武陵源景区宣布面向全国发放消费券，无数量限	团队游客实行分时段、间隔性入园，团队游客不超过 30 人，避免集中入园，执行分散式游

		制。有效时间至 2020 年 5 月 31 日。	览,环保客运车乘车人数不超过核载人数 50%,索道、观光车、电瓶车不超过核载人数 50%,百龙天梯不超过 30%。
黄山	2 月 21 日恢复营业	安徽省市民凭有效证件可享受黄山市指定 A 级旅游景区免门票政策。	当日最高不超过 2 万人。
峨眉山	3 月 23 日恢复营业。露天景点全部开放,《只有峨眉山》戏剧幻城演艺暂定于 5 月 1 日恢复演出。	四川省推出 112 个 4 月免门票景区。	实行单日游客 16000 人的总量控制。
长白山	2 月 22 日恢复营业	——	分时段安排团队间隔性入区,团队游客不得超过 30 人,交通工具间隔位就坐控制乘车人数,团队和自驾车辆分区停放,乘客分散进入景区
海南	4 月 2 日海南省发布通知,各类景区景点、旅游度假区全面恢复开放。	发布《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021 年)》,出台发展健康医疗和体育旅游相关政策。	——
亚特兰蒂斯	2 月 29 日恢复营业。水世界 3 月 14 日对住店客人开发,3 月 28 日对外开放。	3 月 17 日推出上海-三亚机票+酒店 3576 元套餐;4 月 3 日推出安心住两晚 3278 元套餐。	——
西安	2 月 21 日起陕西旅游景区开始逐步恢复开放。	旅游景区恢复开放 3 个月内,市、区县(开发区)所属国有 3A 级以上景区全部免费,鼓励 3A 级以上非国有景区免费开放。	大部分景区都采用每日入园量不超过最大入园量的 30%。
乌镇	东栅景区 2 月 26 日恢复开放、乌镇 2 月 28 日恢复开放。	浙江推行 2.5 天假期制,推出总价达 10 亿元的文旅消费券和一亿元的文旅消费大红包。	——

数据来源:各省市旅游局,各景区微信公众号,广发证券发展研究中心

五、旅游服务:受疫情影响 Q1 出境游业务亏损严重,龙头公司纷纷加速多元化布局

(一) 19 年业绩表现分化,20 年 Q1 受疫情影响较大

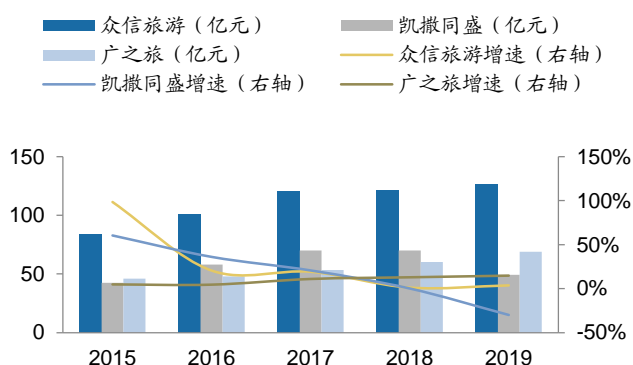
成长能力方面:19 年众信旅游、凯撒旅业和岭南控股分别实现营收 126.2 亿元、60.4 亿元和 79.7 亿元,同比分别增长 3.7%、下降 26.2% 和增长 12.6%。其中凯撒同盛和广之旅营收分别为 49.2 亿元和 69 亿元,同比分别下降 29.9% 和增长 14.8%。19 年众信旅游、凯撒旅业和岭南控股归母净利润分别为 0.7 亿元、1.26 亿元和 2.59 亿元,同比分别增长 191.2%、下降 35.3% 和增长 26.5%。其中凯撒同盛和广之旅归母净利润分别为 1.1 亿元和 1.8 亿元,同比分别下降 21% 和增长 120.1%。

盈利能力方面：19年出境游龙头盈利能力均有所下滑。众信旅游、凯撒同盛和广之旅毛利率分别为9.8%、15.5%和9.7%，同比分别增长0.4pct、增长2.2pct和下降0.3pct；净利率分别为0.6%、2.3%和2.6%，同比分别增长0.2pct、0.3pct和1.3pct

1. **众信旅游**：18年受“泰国普吉岛沉船”事件影响，东南亚产品毛利下降较多，19年得到恢复以及计提的资产减值准备较18年同期大幅下降。
2. **广之旅**：19年出境游营收同比增长18.1%，其中欧洲游、日本游、澳新游营收同比分别增长44.2%、39.7%和13.5%；国内游和入境游同比分别增长17.3%和27.5%。19年出售物业增加非经常性损益7602.4万元，扣非后归母净利润为8514.6万元，同比增长20%。
3. **凯撒同盛**：受大环境承压及行业内竞争加剧影响，19年公民批发和公民零售人次同比减少17%和23%，营收同比分别下滑63.9%和25.1%。

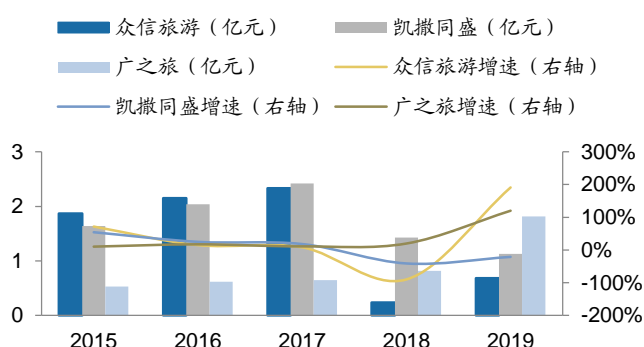
自20年1月27日起，文旅部要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品，同时随着海外疫情发酵，旅行社行业整体受到较大冲击。Q1众信旅游、凯撒旅业、岭南控股营收分别为11.4亿元、7.5亿元、6.7亿元，同比分别下降53.26%、41.63%、63.07%；归母净亏损分别为2906.2万元、6421.8万元和6179.4万元。

图55：19年凯撒同盛营收同比下降29.9%，众信旅游和广之旅分别增长3.7%和14.8%



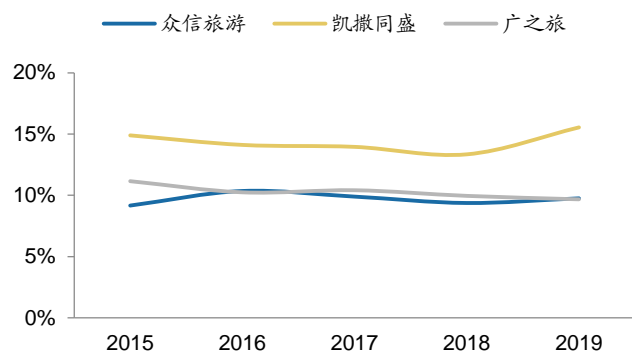
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图56：19年众信旅游、凯撒同盛、广之旅归母净利润分别增长191.2%、下降21.0%和增长120.1%



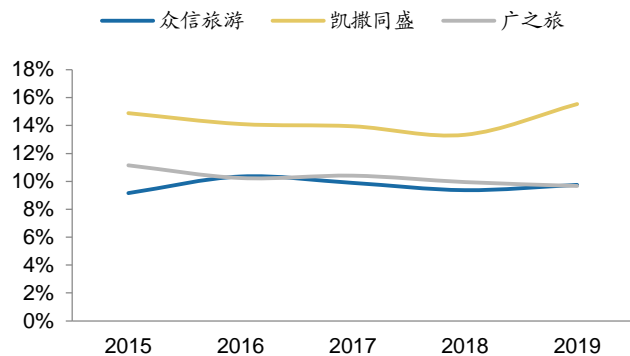
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图57: 主要出境游旅行社毛利率水平



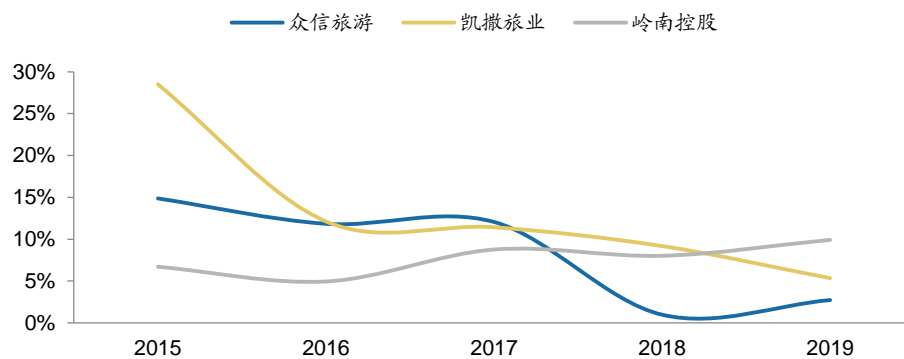
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图58: 主要出境游旅行社净利率水平



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图59: 众信旅游、凯撒旅业和岭南控股ROE对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表11: 众信旅游和凯撒旅业批发及零售业务营收(单位: 亿元)及毛利率概览

项目		2015	2016	2017	2018H	2018	2019H	2019
批发业务	众信旅游	58.4	74.4	89.2	44.4	86.9	42.3	89.9
	增速	131.8%	27.3%	19.8%	14.6%	-2.5%	-4.7%	3.5%
	占营收比例	69.8%	73.7%	74.0%	76.4%	71.4%	74.0%	71.2%
	毛利率	7.2%	8.3%	7.9%	864.0%	7.1%	8.5%	8.2%
	凯撒旅游	8.0	8.9	12.9	5.3	12.6	5.1	4.6
	增速	43.8%	11.3%	45.5%	-8.5%	-2.3%	-2.9%	-63.9%
	占旅游营收比例	18.7%	15.3%	18.4%	16.5%	18.0%	17.5%	9.3%
	毛利率	7.2%	6.4%	5.6%	4.3%	4.4%	5.1%	
零售业务	众信旅游	16.5	18.0	20.5	9.0	23.0	9.4	23.6
	增速	62.7%	9.3%	13.7%	16.9%	12.4%	4.7%	2.4%
	占营收比例	19.7%	17.9%	17.0%	15.5%	18.9%	16.5%	18.7%
	毛利率	15.3%	15.4%	16.4%	17.3%	15.3%	16.3%	13.3%
	凯撒旅游	29.9	39.5	46.5	21.8	47.1	18.7	35.3
	增速	67.4%	32.2%	17.7%	11.0%	1.3%	-14.1%	-25.1%
	占旅游营收比例	70.1%	68.2%	66.4%	68.1%	67.1%	64.0%	71.7%
	毛利率	16.8%	15.8%	16.5%	15.9%	16.2%	14.3%	15.7%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 20 年以来出境游承压, 龙头公司纷纷加速多元化布局

19年国际航线客运量增速维持高景气, 国际航线客运量为7425.1万人次, 同比增长16.6%。20年以来受疫情影响, 出境人次大幅下滑。20年2月, 民航国际航线客运量为105.2万人次, 同比下降82.4%。3月以来由于境外疫情影响国际航空管控趋严, 3月29日, 国际客运航班按照“五个一”的要求调整以来, 除29日首日入境航班达到38班外, 后续每日入境航班都未超过20班, 日入境旅客约两、三千人。预计出境游受影响时间将会拉长。旅行社龙头纷纷加速国内游、旅游零售领域布局以对抗出境游短期内难以继续开展的局面。

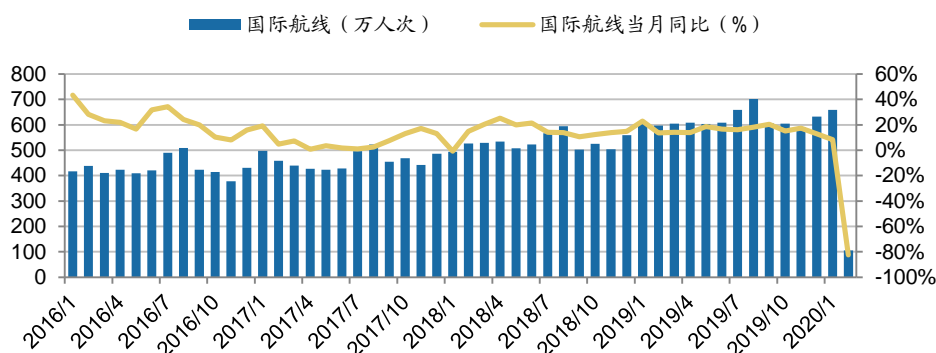
- 众信旅游:** 在2月、3月先后与中免集团和海南旅游和文化广电体育厅签署战略合作框架协议。与中免开展“旅游+购物”的合作模式, 包括共同开设经营境外免税店以及为中免境内免税店引流。同时公司也将与海南省在总部经济、文旅融合创新、入境游、产业投资基金、宣传推广和目的地市场营销等领域进行全面合作。
- 凯撒旅游:** 2020年以来公司加大在免税领域布局, 3月凯撒同盛中标中出服在北京市内店业务实体北京嘉宝润成免税品商贸有限公司增资项目, 以8000万元认购嘉宝润成40%的股权, 成为嘉宝润成增资项目的最终投资人。4月公司及全资子公司香港凯撒与凯撒集团共同增资海南凯撒, 总额为2亿元, 增资完成后公司及下属子公司合计持有海南凯撒44%股权; 同月公司与文远基金对同盛免税共同增资。持续加码对免税领域和海南旅游。

4月24日公司公告拟非公开发行A股股票募集资金不超过人民币11.6亿元, 并引

入战略投资者宿迁涵邦、华夏人寿、上海理成、青岛浩天。宿迁涵邦和华夏人寿将成为公司持股5%以上的股东。宿迁涵邦为京东全资子公司，公司将为京东商旅频道补充产品供应，有望借助京东在电商领域的优势地位在品牌、渠道、营销、旅游零售等领域提升自身实力。

3. **岭南控股：**公司省内游资源和渠道优势明显。近期加强了省内游直销渠道、自由行、自驾游、定制游的产品开发和服务供给。同时加快了酒店餐饮的社会化转型，拓展外卖渠道以及在线旅游商品销售渠道。

图60：20年2月民航国际航线客运量为105.2万人次，同比下降82.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

六、教育：19年以来业绩表现分化，看好职教龙头和在线教育

（一）营收和业绩概览：2019年业绩增长呈分化状态，Q1线下教培受疫情影响较大

19年A股上市的重点教育类公司营收增长平稳，业绩增长分化较大。其中招录培训考试龙头中公教育营收和归母净利润同比分别增长47.1%和56.5%，增长亮眼；立思辰、昂立教育、凯文教育归母净利润分别为0.31亿元、0.54亿元和0.38亿元，均同比扭亏；美吉姆、科斯伍德、佳发教育归母净利润也均有较大幅度增长。

一季度由于疫情导致线下培训和学校无法开课，教育行业同样受到较大影响，中公教育营收同比下降6.2%，归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长9.5%和下降27.8%。科斯伍德和佳发教育归母净利润同比分别增长29.4%和74.9%，科斯伍德受益于一季度龙门教育并表完成，且线下转线上后业绩受影响整体可控；疫情对佳发教育的智慧教育业务影响不大，公司有望长期受益于在线教育渗透率的提升。

盈利能力方面：教育行业重点公司19年平均毛利率、归母净利率和ROE分别为51.3%、

10.2%和10.2%，同比分别增长6.9pct、12.5pct、3.6pct。2020Q1平均毛利率、归母净利率和ROE分别为36.6%、-27.5%、-1.1%。

表12：2019年教育行业重点上市公司业绩概览（单位：亿元）

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2018	2019	同比增速	2018	2019	同比	2018	2019	同比增速
002607.SZ	中公教育	62.37	91.76	47.1%	11.53	18.05	56.5%	11.13	17.00	52.8%
300010.SZ	立思辰	19.52	19.79	1.4%	-13.93	0.31	102.2%	-13.96	-0.25	98.2%
603377.SH	东方时尚	10.51	11.14	6.0%	2.23	2.44	9.4%	1.29	1.37	5.7%
600661.SH	昂立教育	20.95	23.91	14.1%	-2.67	0.54	120.3%	-1.76	0.04	102.2%
002659.SZ	凯文教育	2.42	7.95	228.7%	-0.98	0.38	138.7%	-1.06	-1.75	-65.0%
002621.SZ	美吉姆	2.65	6.30	137.3%	0.32	1.20	279.4%	0.15	1.14	649.2%
300192.SZ	科斯伍德	9.59	9.59	-0.1%	0.28	0.81	187.6%	0.26	0.77	193.6%
300338.SZ	开元股份	14.54	14.89	2.4%	0.99	-6.35	-744.0%	1.00	-6.06	-707.5%
300559.SZ	佳发教育	3.90	5.83	49.3%	1.24	2.05	65.5%	1.23	2.03	65.0%
教育合计		146.47	191.17	30.5%	(0.99)	19.42	-	-1.72	14.29	-

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表13：2020Q1年教育行业重点上市公司业绩概览（单位：亿元）

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		19Q1	20Q1	同比增速	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比增速
002607.SZ	中公教育	13.12	12.30	-6.2%	1.06	1.16	9.5%	1.08	0.78	-27.8%
300010.SZ	立思辰	4.69	1.32	-71.9%	0.29	-1.40	-590.3%	0.28	-1.40	-593.0%
603377.SH	东方时尚	2.01	0.64	-68.2%	0.29	-0.45	-253.9%	0.05	-0.61	-1270.2%
600661.SH	昂立教育	5.44	3.93	-27.8%	0.28	-0.18	-165.9%	0.26	-0.58	-324.6%
002659.SZ	凯文教育	0.80	0.82	1.8%	-0.21	-0.17	18.7%	-0.21	-0.18	15.6%
002621.SZ	美吉姆	1.24	0.57	-53.5%	0.17	-0.05	-127.9%	0.16	-0.04	-121.7%
300192.SZ	科斯伍德	2.17	1.71	-21.3%	0.17	0.22	29.4%	0.17	0.21	27.7%
300338.SZ	开元股份	3.56	1.39	-61.0%	0.22	-1.22	-650.3%	0.20	-1.24	-706.3%
300559.SZ	佳发教育	0.75	0.97	29.6%	0.16	0.27	74.9%	0.16	0.28	80.2%
教育合计		33.78	23.66	-30.0%	2.42	(1.81)	-174.9%	2.15	(2.76)	-228.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表14：2019年教育行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		2018	2019	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比
002607.SZ	中公教育	59.1%	58.5%	-0.6%	18.5%	19.7%	1.2%	71.9%	60.7%	-11.2%
300010.SZ	立思辰	39.1%	40.4%	1.4%	-71.4%	2.5%	73.8%	-29.8%	0.9%	30.7%
603377.SH	东方时尚	49.0%	51.5%	2.6%	21.6%	22.9%	1.3%	11.6%	14.0%	2.4%
600661.SH	昂立教育	41.1%	41.1%	0.0%	-15.4%	0.3%	15.7%	-18.9%	5.0%	23.9%
002659.SZ	凯文教育	-6.8%	30.6%	37.4%	-39.1%	4.6%	43.7%	-4.6%	1.8%	6.3%
002621.SZ	美吉姆	52.6%	69.0%	16.4%	14.7%	29.6%	14.9%	2.6%	9.5%	6.9%
300192.SZ	科斯伍德	37.3%	41.7%	4.4%	9.3%	17.2%	7.9%	3.9%	10.4%	6.5%
300338.SZ	开元股份	70.1%	75.3%	5.2%	7.2%	-41.8%	-49.0%	4.6%	-35.0%	-39.5%
300559.SZ	佳发教育	58.2%	53.9%	-4.3%	33.4%	36.7%	3.3%	17.7%	24.2%	6.4%
教育平均		44.4%	51.3%	6.9%	-2.3%	10.2%	12.5%	6.6%	10.2%	3.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表15：2020年Q1教育行业重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比	19Q1	20Q1	同比
002607.SZ	中公教育	58.3%	57.7%	-0.6%	8.1%	9.5%	1.4%	3.5%	3.3%	-0.2%
300010.SZ	立思辰	36.8%	36.1%	-0.7%	6.2%	-106.5%	-112.7%	0.9%	-4.3%	-5.1%
603377.SH	东方时尚	44.3%	-21.8%	-66.2%	14.3%	-73.2%	-87.5%	1.7%	-2.6%	-4.2%
600661.SH	昂立教育	40.3%	29.2%	-11.0%	3.3%	-8.2%	-11.5%	2.2%	-2.0%	-4.2%
002659.SZ	凯文教育	19.5%	18.4%	-1.2%	-26.7%	-21.7%	5.0%	-1.0%	-0.8%	0.2%
002621.SZ	美吉姆	67.7%	67.0%	-0.8%	22.1%	1.8%	-20.3%	1.4%	-0.4%	-1.8%
300192.SZ	科斯伍德	39.4%	44.3%	4.9%	15.9%	23.2%	7.3%	2.3%	2.6%	0.4%
300338.SZ	开元股份	75.3%	45.0%	-30.4%	6.3%	-99.8%	-106.2%	1.0%	-8.9%	-9.9%
300559.SZ	佳发教育	52.8%	53.7%	1.0%	20.2%	27.5%	7.2%	2.0%	2.9%	0.8%
教育平均		48.3%	36.6%	-11.7%	7.8%	-27.5%	-35.2%	1.5%	-1.1%	-2.7%

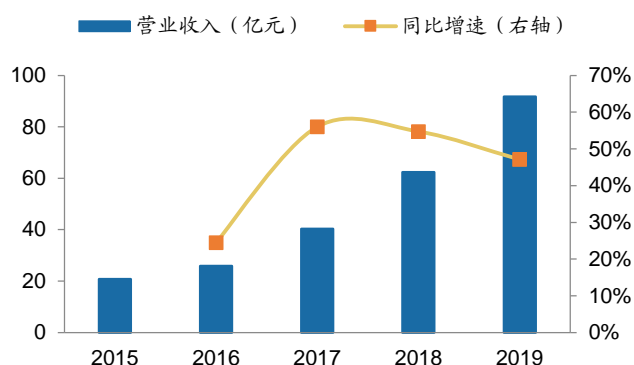
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）中公教育：19 年营收业绩增长靓丽，政策利好公司培训业务长期发展

中公教育2019年实现营收91.8亿元，同比增长47.1%。其中面授培训和线上培训收入分别为80.8亿元和10.4亿元，同比分别增长40.1%和133.5%。量价拆分来看，19年面授和线上培训人次分别为150.8万人和177.9万人，同比分别增长26.51%和59.46%；客单价分别为5360元和582元，同比分别增长10.7%和46.4%。业绩方面，19年公司归母净利润和扣非归母净利润分别为18.0亿元和17.0亿元，同比分别增长56.5%和52.8%，与承诺净利润相比，完成率为132.25%。

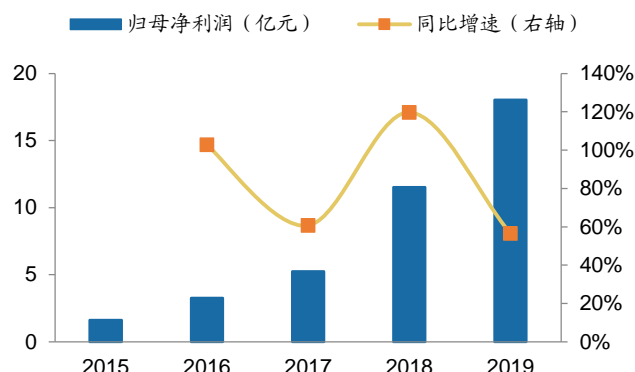
一季度受到疫情影响线下授课暂停，同时部分招录和资格考试推迟导致部分收入确认延后，一季度营收同比下降6.2%；归母净利润为1.2亿元，同比增长9.5%。扣非后归母净利润同比下降27.8%。

图61: 中公教育19年实现营收91.8亿元, 同比增长47.1%



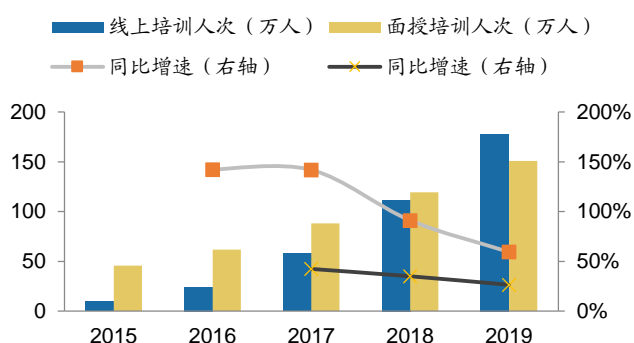
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图62: 中公教育19年归母净利润18.1亿元, 同比增长56.5%



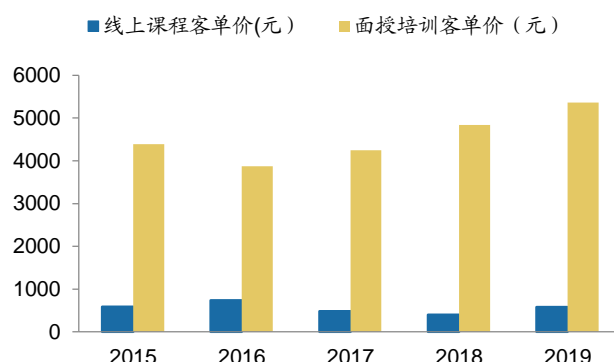
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图63: 中公教育面授培训和线上培训人次及同比增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图64: 中公教育面授和线上培训课程客单价

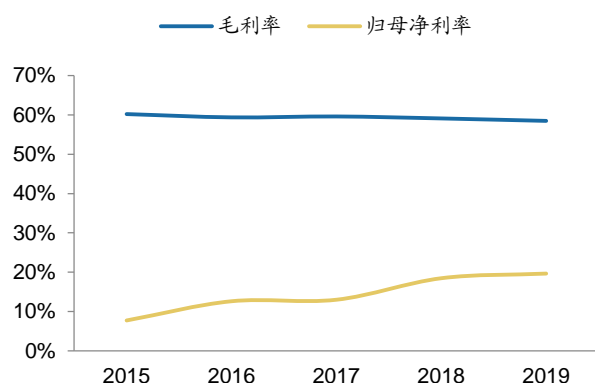


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

盈利能力方面: 中公教育19年毛利率为58.5%, 同比下降0.6pct, 主要由于毛利率较高的公务员序列营收占比降低, 收入结构改变所致; 19年归母净利率为19.7%, 同比提升1.2个百分点, 近年来公司盈利能力稳步提升。**费用方面:** 中公教育19年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为16.2%、12.0%、2.2%和7.6%, 同比分别变动-1.5pct、-2.0pct、+2.3pct和+0.3pct。其中销售费用率、管理费用率和研发费用率均同比下降或持平, 整体控费水平良好。19年财务费用为2.0亿元, 主要是贷款利息支出和收款手续费增加所致。

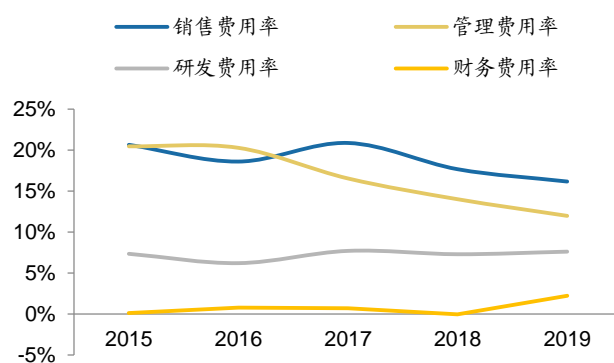
Q1期间费用率由于收入端下降有所提升, 销售/管理/财务费用率同比分别+0.15pct/+0.15pct/+1.6pct。Q1销售商品、提供劳务收到的现金为42.7亿元, 同比增长12.7%。受疫情影响线下网点开业推迟, 但公司积极通过网销、电销等方式加强转化, 预收学费增长依然较为稳健。

图65: 中公教育毛利率和归母净利率水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图66: 中公教育期间费用率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

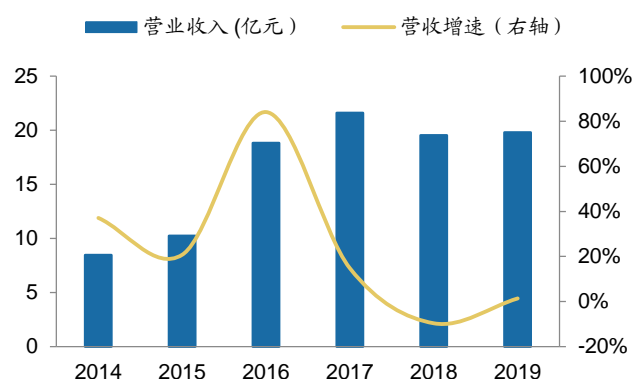
近年来公司线上培训快速增长，线上平台的多年打造有助于在疫情期间承接线下的教学需求。疫情期间公司通过中公网校、19课堂、中公题库、中公优课等多款APP和微信小程序提供线上直播互动课程和咨询服务。国考面试培训方面，采取“分组+讲练+增值服务”三步走，开设了11个专业专项直播课。一季度公司经营基本稳定，并未出现学员集中退费情况。

国家近期出台多项稳就业政策，特别是对应届生就业扶持力度加大。3月两部委联合发文要求今明两年事业单位空缺岗位主要用于专项招聘高校毕业生。同时各省报考条件中对基层工作限制减少，部分岗位仅限应届生报考。江苏、上海、北京、山东、湖北等多地省考均有不同程度扩招。江苏省考面试已经确定将于6月举行，下半年招录考试有望逐步恢复。在就业形式严峻的外部环境催化以及政策助力扩招的情况下，今明两年报考公职人员应届生有望持续增长，参培率或进一步提升。

（三）立思辰：大语文增长靓丽，Q1 受疫情影响业绩承压，线上教育布局力度加大

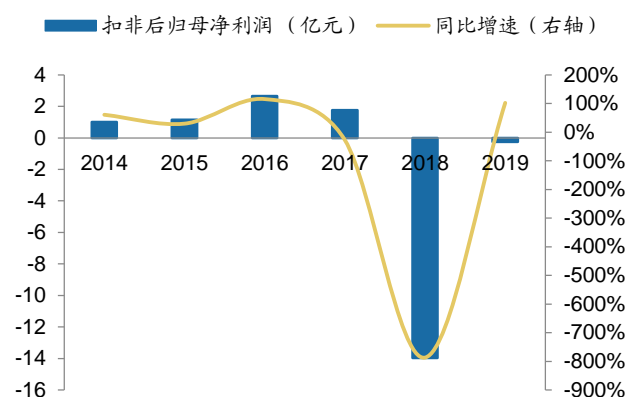
立思辰19年全年实现营收19.8亿元，同比增长1.4%，归母净利润为3059.4万元，同比扭亏；政府补助、业绩补偿款以及投资项目公允价值变动损益等为公司带来5602万元非经常性损益增厚利润，扣非后归母净利润为-2542.8万元，亏损较18年大幅收窄。**盈利能力方面：**19年毛利率为40.4%，同比增长1.3pct。**费用方面：**公司整体控费能力提升，财务费用和管理费用同比分别下降27.0%和17.9%。19年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为12.8%、16.9%、4.8%和11.6%。销售费用率和管理费用率同比分别下降5.2pct和6.9pct。财务费用率同比提升0.8pct。19年公司对在线教育加大投入，研发投入达到2.3亿元，占营收比重为11.6%，同比提升2.3pct。

图67: 立思辰19年实现营收19.8亿元, 同比增长1.4%



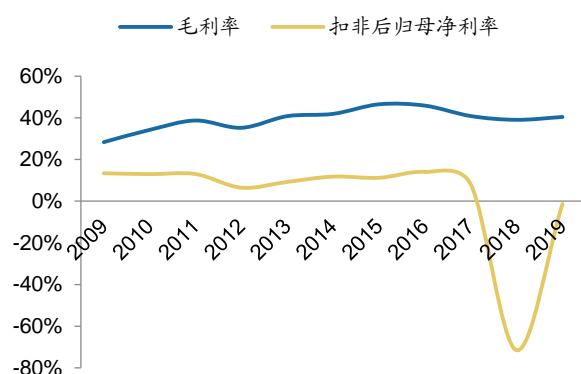
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图68: 立思辰19年扣非后归母净利润为-2542.8万元



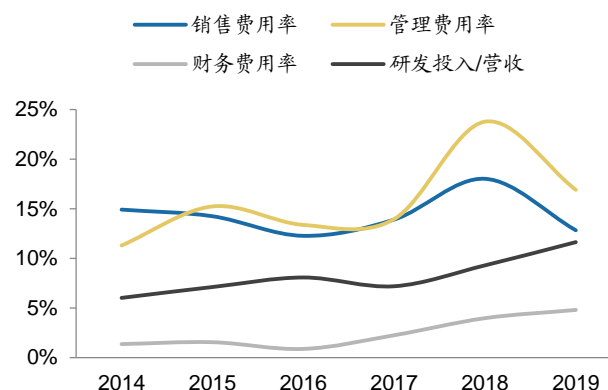
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图69: 立思辰毛利率和扣非后归母净利率水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

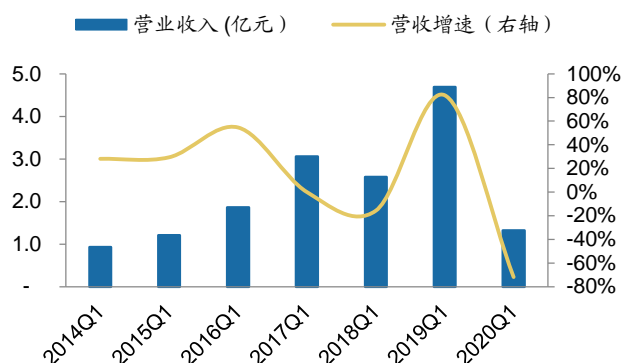
图70: 立思辰各项费用水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

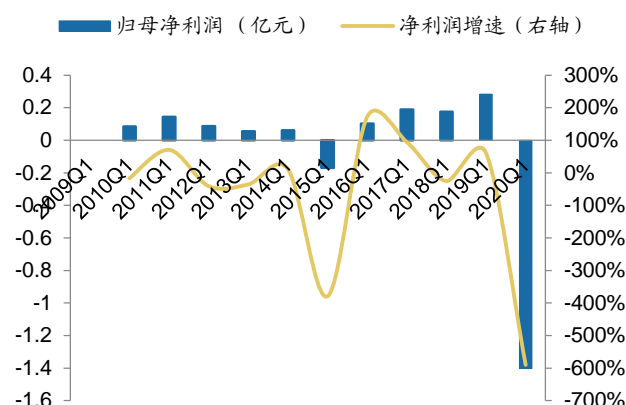
2020年一季度由于疫情原因, 学校停课导致公司智慧教育和升学服务受到明显影响。Q1营收为1.3亿元, 同比下降71.9%, 归母净亏损为1.4亿元, 经营性现金流量净额为-2.45亿元。一季度由于公司大语文业务扩张, 且吸纳了因资金问题倒闭的明兮大语文, 教师数量增加, 管理费用达到1.12亿元, 同比增长143.8%。同时贷款增加导致财务费用达到2275万元, 同比增长107.2%。业绩端压力上升。

图71: 立思辰20年Q1营收为1.3亿元, 同比下降71.9%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图72: 立思辰一季度归母净亏损为1.4亿元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

19年以来公司大语文业务持续扩张。截止2020年Q1大语文直营和加盟学习中心分别达到111家和334家。19年取消部分与当地教培机构共享合作教学场所, 导致直营店数量下降(深圳和长沙分别减少9家和11家), 加盟店持续上升。19年全年大语文报名人数为31.1万人, 同比增长71.8%; 累计就读学生为28.8万人, 同比增长99.5%。19年全年实现收入4.4亿元, 同比增长143%; 收款金额为5.5亿元, 同比增长127.9%。

表16: 2019年立思辰大语文报名和就读情况

项目	地区	报名人数(人)		当期累计就读人次(人)	
		2019H1	2019H2	2019H1	2019H2
分校业务	北京	24,433	28,788	17,197	23,636
	上海	4,086	3,623	3,766	3,531
	深圳	1,987	1,968	1,783	2,020
	长沙	3,054	3,384	2,504	3,178
	西安	1,039	1,103	385	1,092
	其他	9,569	23,195	4,411	18,083
	小计	44,168	62,061	30,046	51,540
线上业务		24,076	181,314	21,748	184,840
合计		68,244	243,375	51,794	236,380

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2020年一季度大语文线下业务受疫情影较大。春节前的寒假班第一期课程正常结课, 春节后的第二期课程全部转移至线上, 退费情况整体可控。寒假班分校业务报名人数达到26551人次, 同比增长94.3%, 累计就读人数达到14279人次。一季度大语文营收达到9001万元, 同比增长51.8%。其中线上确认收入3417万元, 同比增长537.5%; 线下收入3986万元, 同比下降7.2%。线下收款金额为-1009万元, 而线上收款金额达到4319万元。

疫情期间公司吸收明兮大语文团队和学员。明兮大语文专注6-12岁阅读在线素质教育，以在线6人小班双师课为主。截止19年8月学生数量超过3000人。在低年级学段和在线领域积累了一定优势。有望与公司大语文业务形成一定互补。和腾讯云在国内教育市场建立长期战略合作伙伴关系，拟在产品融合、品牌、产品研发、联合推广、内容服务、联合运营展开合作。大语文春季班已于2月下旬陆续开课，学员数量恢复正常。4月中下旬大语文暑期课程开始续费，线上6人小班推出“三人成团，学费99元”的优惠。随着疫情逐步得到控制，线下培训机构恢复开课，公司大语文线下业务有望步入正轨。

七、五一周边游数据靓丽，看好旺季行业整体回升

2020年Q1旅游行业受疫情影响较大，Q2以来随着国内疫情逐步得到控制，出行限制逐步放宽，居民旅游信心和意愿开始恢复。

从五一旅游情况来看，根据文旅部数据，5月1日-5日全国接待国内游客总数为1.15亿人，实现国内旅游收入为475.6亿元，同比分别下降41.0%和59.6%。根据民航局新闻发布会，预计“五一”假期5天期间民航将运输旅客约290万人次，日均约58万人次，比2019年同期减少约66.8%，比今年清明假期日均旅客运输量增长43.2%。假期期间民航航班整体客座率将明显低于往年正常水平，预计平均客座率不超过70%。在文旅部旅游景区接待人数不能超过景区最大承载量的30%的限制下，整体恢复基本符合预期。各地文旅局数据显示，五一假期北京全市旅游接待总人数为463.3万人次，恢复到去年同期的55%；上海五一期间接待游客707万人次，拉动消费95亿元，其中130家主要景点累计接待游客285万人次；黄山5月2日、3日客流量分别为10377人和9859人；张家界五一期间全市旅游人数75.8万人次，同比下降45.76%，旅游总收入6.1亿元，同比下降56.97%。武陵源核心景区、天门山、大峡谷、九天峰恋分别接待游客4.8万人、5.4万人、2.4万人、1.1万人；1-4日三亚景区景点、乡村旅游点共接待游客14.78万人次（每日截止17:00数据），同比下降69.8%。而高品质、网红产品受到追捧，亚特兰蒂斯5月1日至3日的客房入住率数据显示均在90%左右，五一当天亚特兰蒂斯水世界入园人数逾3000人。我们认为随着各地旅游刺激措施纷纷出台、居民旅游意愿回暖，旅游行业开始迎来疫情后的恢复期，建议关注几条主线优选龙头：

免税：离岛免税受境外疫情影响较小，我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏，海南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步复苏。短期来看中免加大线上渠道布局力度，线上商城销量亮眼，离岛补购上线后效果良好，离岛免税表现韧性较好。长期来看今年以来政策加大对免税行业支持力度，鼓励免税拓店引导消费回流，支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化。国内免税业有望持续受益于消费回流和高端香化需求增长。

酒店：从目前酒店行业恢复情况来看，疫情之后经济型和中端酒店恢复好于高端及

以上级别酒店，国内三大酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体，短期经营恢复和股价表现均呈现出较高弹性。我们认为疫情之后商旅和休闲度假需求已经开始恢复，疫情或对消费偏好、需求有一定重塑，消费者对酒店品质、卫生、安全保障要求提升，同时一些小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期来看龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。

景点：短期看好核心经济区周边景区在周边游、周末游恢复较好的情况下率先回暖，长期来看景区提质增效逻辑不变，景区改造升级、新项目推进和异地轻资产项目输出有望为景区带来新的业绩增长驱动。

旅行社：出境游在疫情影响下基本停滞。但旅行社龙头加快推进旅游零售、商旅、国内游产品打造和布局，有望降低出境游业务的短期影响，长期有望形成多元化的发展机会。

总体来看，休闲旅游行业我们看好中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放，20年中秋国庆重叠或对月饼销量有所提振）、科锐国际（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势，公司垂直布局力度加大，在线数字化服务能力提升），建议关注天目湖、中青旅、黄山旅游和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。

教育：教育行业预收款较重，疫情影响下线下培训、学校开课均被迫推迟。品牌力强，用户粘性高，线上布局好的培训机构退费情况整体可控，收入确认或有延迟，但对全年基本面影响相对较小。疫情影响下在线教育渗透率大幅提升，在短期内加速完成用户教育。在政府稳就业的政策支持下，2020/21年招录考试有望全面扩招，就业压力下应届生考研、考公比例和参培率或将提升。继续看好职业教育和在线教育赛道。看好中公教育、立思辰。

表17: 全国和各省市区五一期间游客接待情况

旅游目的地	五一期间游客接待情况
全国整体	5月1日-5日全国接待国内游客总数为1.15亿人,实现国内旅游收入为475.6亿元,同比分别下降41.0%和59.6%。民航局预计“五一”假期5天期间民航将运输旅客约290万人次,日均约58万人次,比2019年同期减少约66.8%,比今年清明假期日均旅客运输量增长43.2%。假期期间民航航班整体客座率将明显低于往年正常水平,预计平均客座率不超过70%。
三亚	五一前四天三亚景区景点、乡村旅游点共接待游客14.78万人次(每日截止17:00数据),同比下降69.8%。旅游饭店平均开房率在40%-50%之间,海棠湾客房出租率在62%-84%之间。亚特兰蒂斯5月1日至3日的客房入住率数据显示均在90%左右,五一当天亚特兰蒂斯水世界入园人数逾3000人。
黄山	5月2日、3日客流量分别为10377人和9859人(单日限流15000人,需提前预约)。
上海	五一期间接待游客707万人次,拉动消费95亿元,其中130家主要景点累计接待游客285万人次。
北京	五一假期,全市旅游接待总人数为463.3万人次,恢复到去年同期的55%,旅游总收入41.8亿元,恢复到去年同期的36%。
张家界	五一期间全市旅游人数75.8万人次,同比下降45.76%,旅游总收入6.1亿元,同比下降56.97%。武陵源核心景区、天门山、大峡谷、九天峰恋分别接待游客4.8万人、5.4万人、2.4万人、1.1万人。

数据来源: 文旅部, 各省市区旅游局, 民航局新闻发布会, 广发证券发展研究中心

八、风险提示

1. 疫情发展存在不确定性, 商旅和度假需求恢复不及预期;
2. 酒店直营店改造效果和进程不及预期, 加盟店拓展进度不及预期;
3. 免税政策出台不及预期, 机场招标租金水平较高、新拓展免税业务盈利不及预期;
4. 商誉减值风险。

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。