

## 零售业绩分化，旅游业绩下挫，关注可选消费弹性

### ——商贸零售&休闲服务 2019 & 2020Q1 业绩综述

强于大市（维持）

日期：2020年05月11日

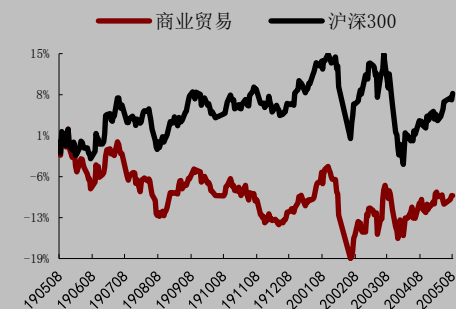
#### 行业核心观点：

- **商贸零售**：2019年受线上消费崛起冲击，行业业绩增速持续放缓。2020Q1受疫情冲击，业绩大幅下降7成，但超市板块受益于疫情期间生鲜需求从农贸市场转移至超市，业绩逆势增长，电商板块也受益线上业务需求增加而表现不俗。**短期来看**，疫情后线下消费场景逐步恢复，可选消费的需求有望迎来报复性反弹，**看好Q2百货行业的业绩修复**。**中长期来看**，疫情加速生鲜从农贸市场向超市的转移，并加速线下消费向线上消费的转移，**看好超市板块和电商板块龙头企业**。
- **休闲服务**：2019年宏观经济承压，行业业绩增速较2018年有所下降，但免税行业仍保持较快的增长。2020Q1行业遭遇休克式冲击，是受疫情负面影响最大的行业，各子板块业绩全线下降。目前行业处于复苏阶段，由于国内国外疫情阶段不同，**各细分行业复苏节奏不同**，国内旅游率先复苏，相关的板块包括景点、餐饮、酒店，出境游复苏有待国外疫情的控制，相关的板块包括免税、出境游。**短期来看**，受益于疫情后的旅游复苏，**看好各细分板块的龙头企业**，尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。**中长期来看**，我们看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。

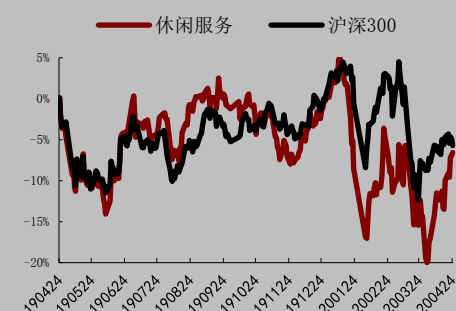
#### 投资要点：

- **商贸零售行业**：（1）**总体**：2019年业绩增速下降，20Q1受疫情冲击业绩分化。2019年，商贸零售板块营业总收入16728.34亿元（yoy+4.27%），归母净利润378.47亿元（yoy-15.17%）；2020Q1，营业总收入3443.94亿元（yoy-13.06%），归母净利润31.37亿元（yoy-72.87%）。2019年业绩增速呈下降趋势，主要受线上消费崛起冲击，由于上市公司以线下零售企业为主，20Q1受疫情冲击严重。（2）**板块情况**：2019年营收同比增速较高子板块为专业市场（+13.01%）、超市（+11.53%），而百货（-8.53%）表现最差；2020Q1受疫情影响，受益于疫情导致生鲜需求转移至超市，商贸零售子行业营收只有超市逆市同比大幅增长21.22%，专业连锁也微弱正增长1.59%，其他子板块同比全线下滑，其中，百货板块跌幅最大，营收同比下降58.45%，且由于费用具备刚性，百货行业整体亏损。专业连锁板块中，业绩表现分化，部分公司如华致酒行、南极电商2019&20Q1业绩均保持增长。

#### 商业贸易行业相对沪深300指数表



#### 休闲服务行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年05月08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：liying1@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

- **休闲服务行业：(1) 总体：2019 年业绩增速下降，20Q1 遭遇休克式冲击。**  
2019 年，申万休闲服务板块营业总收入为 1415.15 亿元 (yoy+0.98%)，归母净利润为 87.42 亿元 (yoy-8.95%)；20Q1，营业总收入为 173.50 亿元 (yoy-48.63%)，归母净利润为-17.29 亿元 (yoy-151.16%)。2019 年业绩增速较 2018 年有所下降，主要是受宏观经济承压影响所致，20Q1 疫情期间旅游行业几乎全部停业，行业遭受休克式冲击。**(2) 板块情况：**申万休闲服务子行业中，2019 年，营收同比增速分别为景区 (+7.87%) > 餐饮 (+5.93%) > 酒店 (+4.24%) > 免税 (+2.04%) > 旅行社 (-13.00%)，其中免税剔除剥离旅行社影响，营收+36.79%，为增长最快的板块；归母净利润方面，免税板块增速+49.58%最高，旅行社由于部分头部公司大额商誉减值，以-458.46%的增速位居倒数第一。2020 年 Q1，子行业营收增速全线下跌，增速分别为餐饮 (-27.24%) > 免税 (-44.23%) > 酒店 (-47.69%) > 旅行社 (-58.79%) > 景区 (-62.21%)。归母 20Q1，受疫情影响，归母净利润同比大幅下降，免税 (-105.21%) > 景区 (-180.06%) > 酒店 (-236.77%) > 旅行社 (-240.82%) > 餐饮板块 (-368.81%)。对比来看，免税是成长性较好，同时在疫情期间业绩降幅相对小的子板块。
- **风险因素：**1、疫情复燃风险；2、宏观经济波动风险；3、消费复苏不及预期风险。

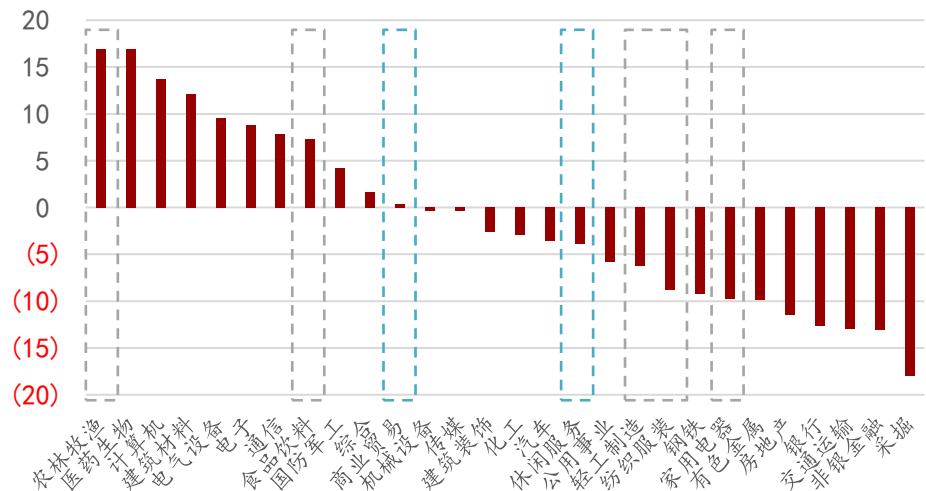
## 目录

1、商业贸易及休闲服务疫情期间业绩遭受重创 .....	4
2、商贸零售与休闲服务板块业绩承压，看好 Q2 复苏 .....	8
2.1 商贸零售：整体受疫情冲击严重，超市受益于疫情逆势增长 .....	8
2.1.1 总体情况：2019 年业绩增速下降，20Q1 受疫情冲击业绩分化 .....	8
2.1.2 子板块及个股情况：疫情下超市逆势增长，而百货下跌严重 .....	9
2.2 休闲服务：遭遇休克式冲击，国内旅游率先进入复苏阶段 .....	12
2.2.1 总体情况：休闲服务在疫情之中遭遇休克式冲击，业绩下滑严重 .....	12
2.2.2 子板块及个股情况：业绩全线下降，疫情后国内旅游有望率先复苏 .....	14
3、投资建议 .....	19
4、风险因素 .....	19
图表 1：截至 5 月 7 日，2020 年申万一级子行业涨跌幅情况 .....	4
图表 2：2019 年报申万一级子行业营收增长率 .....	4
图表 3：2020Q1 申万一级子行业营收增长率 .....	5
图表 4：2019 年年报申万一级子行业归母净利润增长率 .....	5
图表 5：2020Q1 申万一级子行业归母净利润增长率 .....	6
图表 6：2019 年报三级子行业营收和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 .....	6
图表 7：2020Q1 三级子行业营收和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 .....	7
图表 8：2006-2020Q1 商贸零售板块营收及同比增速 .....	8
图表 9：2006-2020Q1 商贸零售板块归母净利及同比增速 .....	8
图表 10：2006-2020Q1 商贸零售板块毛利率、期间费用率走势 .....	9
图表 11：2006-2020Q1 商贸零售板块 ROE 走势 .....	9
图表 12：申万商贸零售三级子行业 2019&2020Q1 营收同比增速对比（按 2020Q1 增速排序） .....	9
图表 13：申万商贸零售三级子行业 2019&2020Q1 归母净利同比增速对比（按 2020Q1 增速排序） .....	10
图表 14：商贸零售重点公司 2019&2020Q1 业绩一览 .....	12
图表 15：2006-2020Q1 休闲服务板块营收及同比增速 .....	13
图表 16：2006-2020Q1 休闲服务板块归母净利及同比增速 .....	13
图表 17：2006-2020Q1 休闲服务板块毛利率、期间费用率走势 .....	13
图表 18：2006-2020Q1 休闲服务板块 ROE 走势 .....	13
图表 19：申万休闲服务子行业 2019&2020Q1 营收同比增速对比（按 2020Q1 增速排序） .....	14
图表 20：申万休闲服务子行业 2019&2020Q1 归母净利同比增速对比（按 2020Q1 增速排序） .....	15
图表 21：休闲服务重点公司 2019&2020Q1 业绩一览 .....	18

## 1、商业贸易及休闲服务疫情期间业绩遭受重创

年初至今，商业贸易和休闲服务市场表现一般。消费行业中，农林牧渔表现最为亮眼，商业贸易位于中部，年初至今上涨0.33%，排名第11，休闲服务表现相对靠后，年初至今下跌3.89%，排名第17。

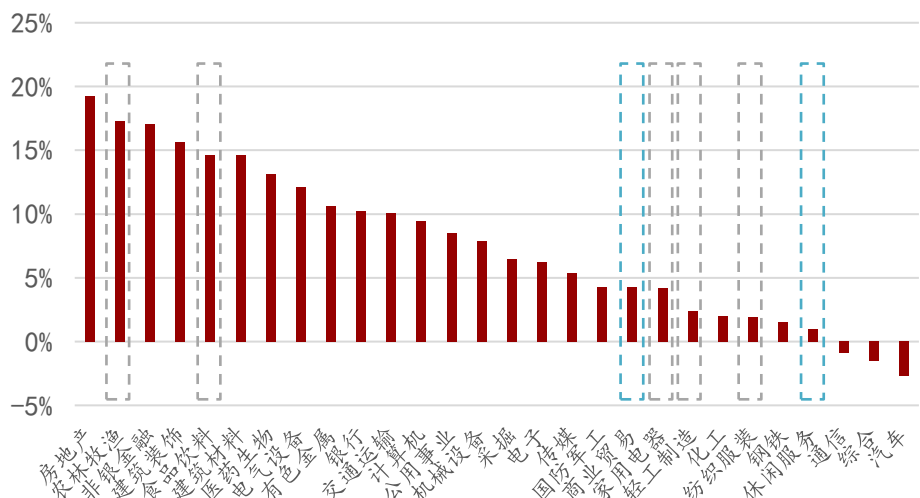
图表1：截至5月7日，2020年申万一级子行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

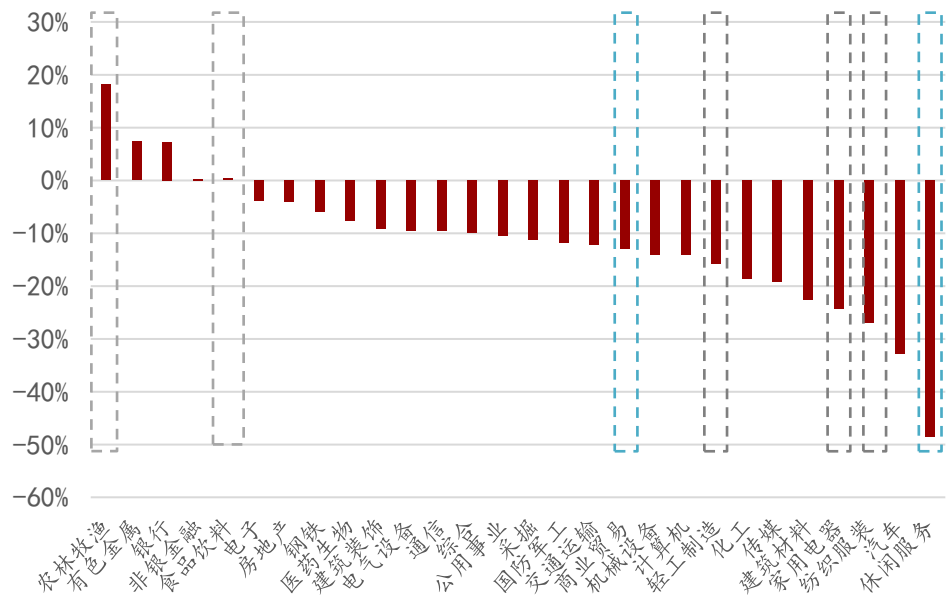
商业贸易和休闲服务营收与利润增速放缓，短期业绩遭受重创。2019年，商业贸易营收增长率为4.27%，排名第19，休闲服务营收增长率为0.98%，排名第25。2020Q1，受疫情影响，商业贸易营收增速为-13.06%，排名第18，休闲服务遭受重创，增速为-48.63%，排名垫底；由于成本和费用刚性，归母净利润同比大幅下降，其中商业贸易同比下降72.87%，休闲服务同比下降151.16%。

图表2：2019年报申万一级子行业营收增长率



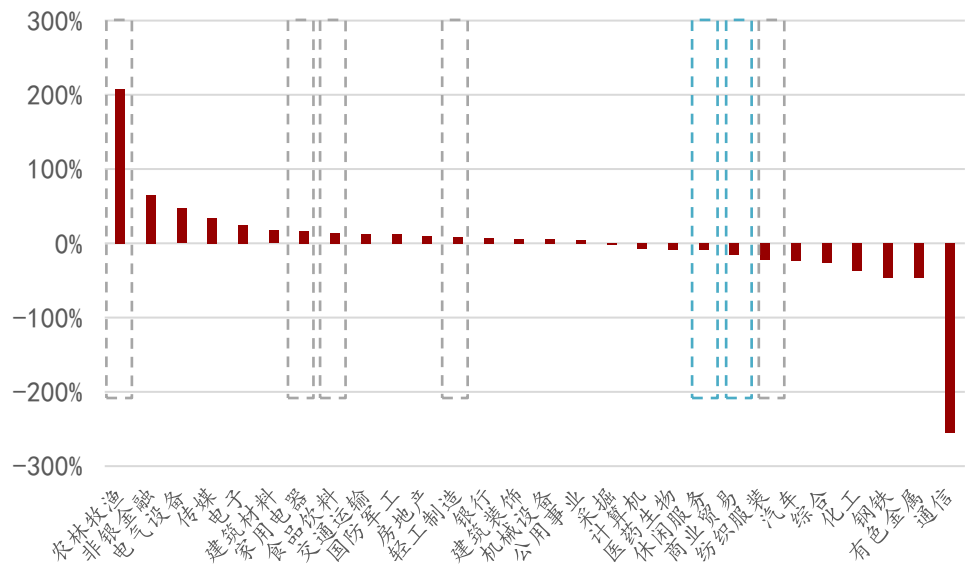
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：2020Q1申万一级子行业营收增长率



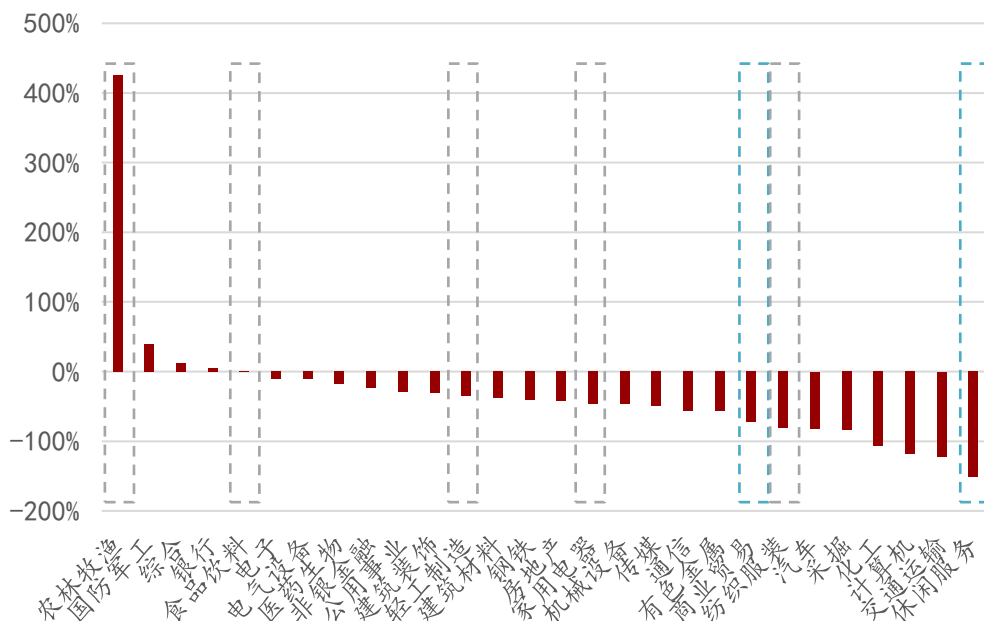
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：2019年年报申万一级子行业归母净利润增长率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5：2020Q1申万一级子行业归母净利润增长率



资料来源：Wind，万联证券研究所

疫情对休闲服务子行业打击最大。消费板块申万三级子行业排名中，2019年，其他休闲服务（包括人力、会展等）和一般物业经营分别入榜营收增速和归母净利润增速前十名，人工景点、百货、餐饮入榜后十名。2020Q1，商业贸易子行业超市入榜营收和归母净利润增速前十名，百货入榜营收增速后十名；而休闲服务受疫情打击最大，大部分子行业入榜营收和归母净利润增速后十名。

图表6：2019年报三级子行业营收和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	其他休闲服务Ⅲ（申万）	37.87	1	人工景点（申万）	-17.66
2	果蔬加工（申万）	30.83	2	洗衣机（申万）	-15.97
3	畜禽养殖Ⅲ（申万）	30.80	3	珠宝首饰（申万）	-12.43
4	粮食种植（申万）	30.56	4	休闲服装（申万）	-9.86
5	文娱用品（申万）	27.52	5	印染（申万）	-9.69
6	肉制品（申万）	26.50	6	百货（申万）	-8.53
7	农业综合Ⅲ（申万）	21.71	7	女装（申万）	-8.38
8	种子生产（申万）	20.20	8	辅料（申万）	-8.31
9	白酒（申万）	16.27	9	餐饮Ⅲ（申万）	-8.28
10	调味发酵品（申万）	14.74	10	其他轻工制造Ⅲ（申万）	-6.98

归母净利润增速前 10 名			归母净利润增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	一般物业经营（申万）	916.28	1	水产养殖（申万）	-513.63



2	辅料 (申万)	405.16	2	女装 (申万)	-308.64
3	畜禽养殖III (申万)	340.02	3	洗衣机 (申万)	-223.30
4	家电零部件 (申万)	206.03	4	餐饮III (申万)	-142.26
5	果蔬加工 (申万)	179.75	5	种子生产 (申万)	-119.00
6	饲料III (申万)	160.78	6	粮油加工 (申万)	-92.13
7	其它视听器材 (申万)	154.08	7	彩电 (申万)	-78.54
8	其他农产品加工 (申万)	146.42	8	其他酒类 (申万)	-74.70
9	其他种植业 (申万)	65.62	9	休闲服装 (申万)	-71.78
10	啤酒 (申万)	53.72	10	林业III (申万)	-59.48

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 2020Q1三级子行业营收和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	肉制品 (申万)	42.23	1	人工景点 (申万)	-83.26
2	畜禽养殖III (申万)	29.81	2	自然景点 (申万)	-75.66
3	饲料III (申万)	23.35	3	百货 (申万)	-58.45
4	动物保健III (申万)	23.25	4	农业综合III (申万)	-51.99
5	超市 (申万)	17.93	5	餐饮III (申万)	-51.83
6	粮食种植 (申万)	9.78	6	葡萄酒 (申万)	-51.49
7	粮油加工 (申万)	6.08	7	果蔬加工 (申万)	-51.34
8	其他农产品加工 (申万)	4.53	8	旅游综合III (申万)	-49.79
9	调味发酵品 (申万)	3.59	9	一般物业经营 (申万)	-45.41
10	食品综合 (申万)	2.85	10	酒店III (申万)	-43.36
归母净利润增速前 10 名			归母净利润增速后 10 名		
序号	名称	增速 (%)	序号	名称	增速 (%)
1	饲料III (申万)	1467.70	1	餐饮III (申万)	-2043.56
2	畜禽养殖III (申万)	939.60	2	自然景点 (申万)	-804.51
3	其他纺织 (申万)	321.36	3	洗衣机 (申万)	-602.77
4	水产养殖 (申万)	139.33	4	其他种植业 (申万)	-346.62
5	文娱用品 (申万)	92.34	5	一般物业经营 (申万)	-344.99
6	海洋捕捞 (申万)	44.89	6	酒店III (申万)	-272.23
7	动物保健III (申万)	37.47	7	彩电 (申万)	-212.33
8	其他农产品加工 (申万)	33.16	8	休闲服装 (申万)	-163.74
9	超市 (申万)	21.22	9	专业连锁 (申万)	-158.17
10	粮食种植 (申万)	20.37	10	旅游综合III (申万)	-128.30

资料来源: Wind, 万联证券研究所

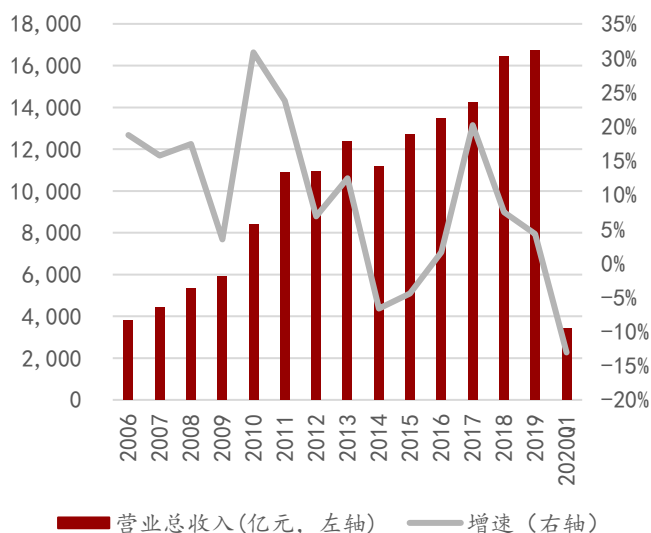
## 2、商贸零售与休闲服务板块业绩承压，看好 Q2 复苏

### 2.1 商贸零售：整体受疫情冲击严重，超市受益于疫情逆势增长

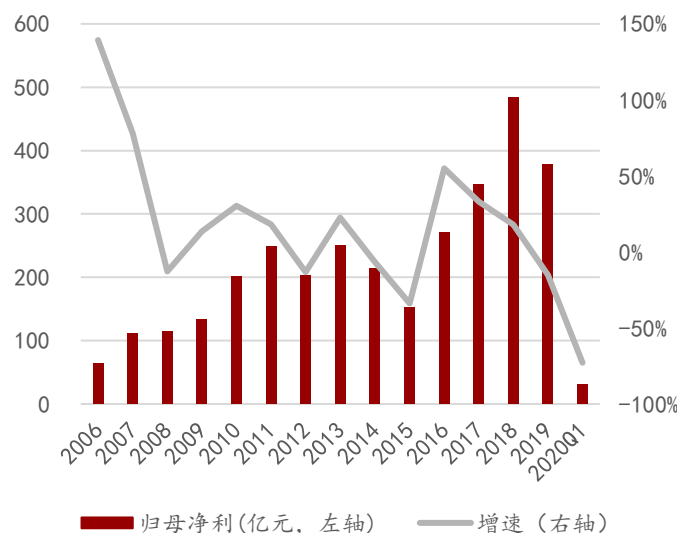
#### 2.1.1 总体情况：2019年业绩增速下降，20Q1受疫情冲击业绩分化

2019年，申万商贸零售板块合计营业总收入为16728.34亿元，同比增长4.27%；合计归母净利润为378.47亿元，同比下降15.17%。2019年无论营收增速还是归母净利润增速，均呈现下降趋势，主要原因是行业中上市公司以线下零售企业为主，近年来受线上消费崛起冲击较大。2020Q1，申万商贸零售板块合计营业总收入为3443.94亿元，同比下降13.06%；合计归母净利润为31.37亿元，同比下降72.87%。商贸零售行业上市公司由于主要以线下零售为主，因此受到疫情冲击较为严重。

图表8：2006-2020Q1商贸零售板块营收及同比增速



图表9：2006-2020Q1商贸零售板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：营业收入计算时：AB股共存时剔除B股。

同比增速计算时：1、剔除本期或上年同期营业总收入为空的成分股；2、AB股共存时剔除B股。

资料来源：Wind、万联证券研究所

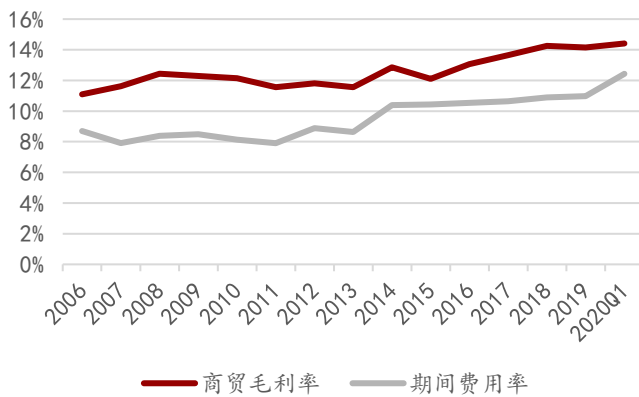
注：归母净利润计算时：AB股共存时剔除B股。

同比增速计算时：1、剔除本期或上年同期归母净利润为空的成分股；2、AB股共存时剔除B股。

2019年，申万商贸零售板块销售毛利率（整体法，下同）为14.14%，较2018年下降了0.12个pct；期间费用率为10.97%，较2018年提升了0.08个pct；ROE为7%，较2018年下降了2个pct。2020Q1，销售毛利率为14.41%，较去年同期的15.30%下降了0.89pct，期间费用率12.43%，较去年同期的11.42%提升了1.01pct，原因是疫情下销售收入下降，但费用投入具备一定的刚性。



图表10：2006-2020Q1商贸零售板块毛利率、期间费用率走势



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表11：2006-2020Q1商贸零售板块ROE走势

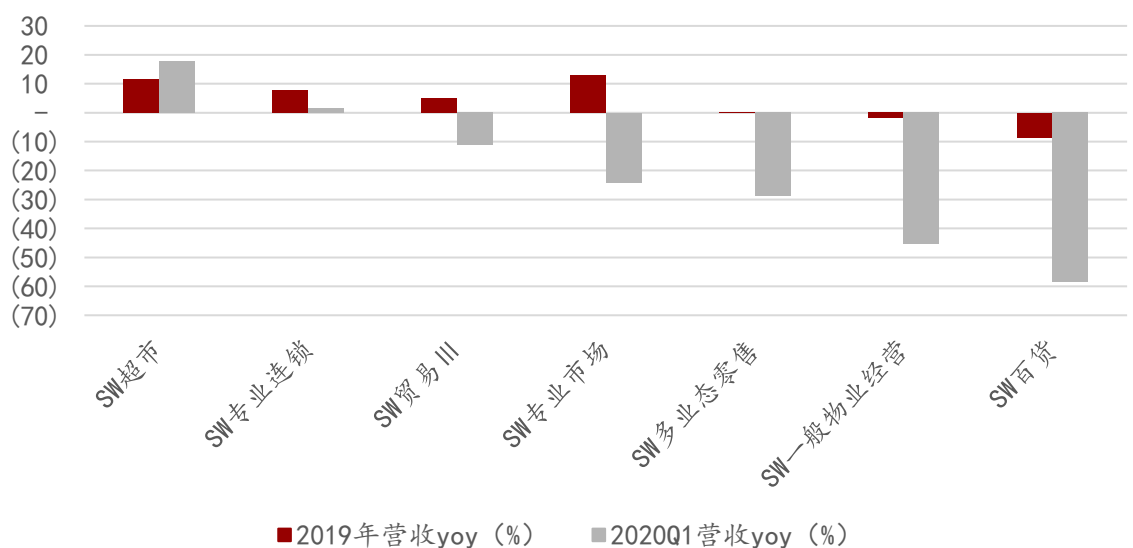


资料来源：Wind、万联证券研究所

### 2.1.2 子板块及个股情况：疫情下超市逆势增长，而百货下跌严重

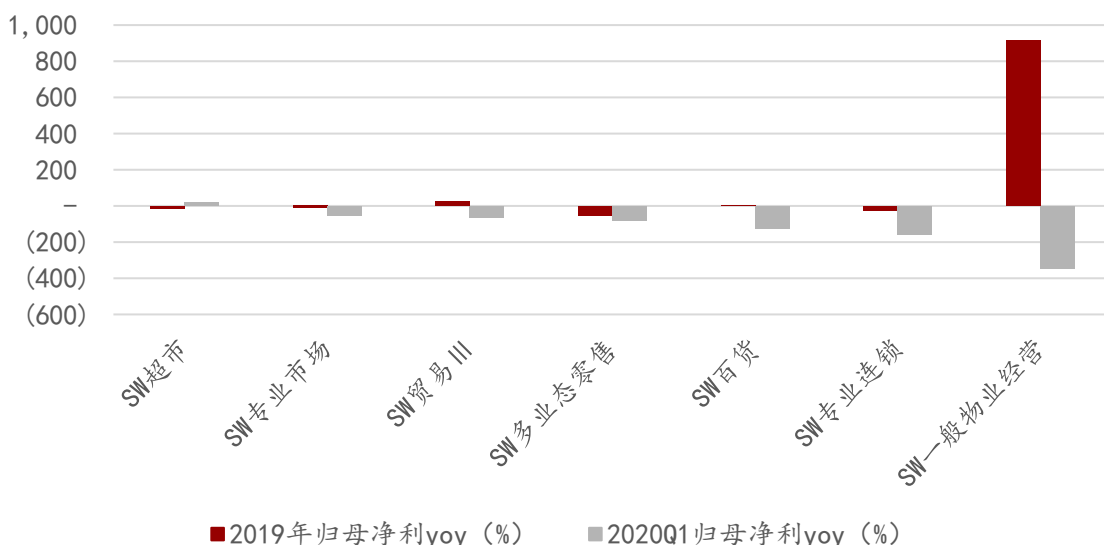
**总体情况：**申万商贸零售三级子行业中，2019年营收同比增速较高子板块为专业市场(+13.01%)、超市(+11.53%)，而百货(-8.53%)表现最差；2020年Q1，商贸零售子行业营收只有超市逆市同比大幅增长21.22%，专业连锁也微弱正增长1.59%，其他子板块同比全线下滑，其中，百货板块跌幅最大，营收同比下降58.45%。2019年归母净利润同比增速最高的是一般物业经营板块，多业态零售表现最差，跌幅达到52.33%；2020年Q1，受疫情影响，专业连锁、一般物业经营板块跌幅最大，而超市板块则录得21.22%的增速。

图表12：申万商贸零售三级子行业2019&2020Q1营收同比增速对比（按2020Q1增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表13: 申万商贸零售三级子行业2019&2020Q1归母净利润同比增速对比 (按2020Q1增速排序)



资料来源: Wind、万联证券研究所

#### (1) 超市板块: 疫情导致生鲜需求转移至超市, Q1业绩增长亮眼

2019年,超市板块营收合计为1747.12亿元,同比增长11.53%;归母净利润合计为22.62亿元,同比下降15.71%。2020Q1,超市板块营收合计为553.27亿元,同比增长17.93%;归母净利润合计为20.93亿元,同比增长21.22%。超市在疫情期间业绩逆市增长,主要因为期内大量农贸市场关停,部分生鲜食品需求转移至超市,同时餐饮消费从餐厅转移至家庭厨房,超市生鲜购物需求增加,此外门店促销减少、商品结构变化使得盈利能力提升。未来超市的看点仍然是对农贸市场的替代,以及到家业务的发展。

- **永辉超市:** 2019年,公司实现营业收入848.77亿元,同比增长20.36%,连续3年维持同比增速至20%左右;实现归母净利润达到15.64亿元,同比增长5.63%。2020年Q1,公司实现营收292.57亿元,同比增长31.57%;归母净利15.68亿元,同比增长39.47%,主要是受疫情影响,生鲜等必须消费需求转移至超市,叠加公司近年来加速店面扩张,全渠道发展“到店+到家”业务, Q1线上业务销售收入增长2.3倍,促成疫情期间的业绩超预期增长。
- **家家悦:** 2019年,公司实现营业收入152.64亿元,同比增长19.90%;实现归属母公司净利润4.58亿元,同比增长6.43%;2020年Q1,公司实现营业收入52.87亿元,同比增长38.96%;实现归属母公司净利润1.76亿元,同比增长24.86%。公司生鲜占比高,受新冠疫情及食品CPI同比居于高位影响,生鲜超市及社区便利店销售额快速增长。

#### (2) 百货: 受疫情冲击严重, Q1整体亏损

2019年,百货板块营收合计为1745.03亿元,同比下滑8.53%;归母净利润合计为67.11亿元,同比增长3.90%。2020Q1,百货板块营收合计为197.26亿元,同比下降58.45%;归母净利润合计为-5.88亿元,整体亏损,同比下降123.80%。百货板块中长期看受电商板块崛起冲击,营收自2018Q2起连续多个季度同比下降。短期看受疫情冲击严重,疫情期间百货/购物中心门店均阶段性暂停营业,同时为与供应商共克时艰,履行社

会责任，百货公司普遍给予租赁和联营供应商减免租金及管理费的支持，导致业绩更大幅度下降，造成整体亏损，随着疫情得到控制和消费刺激政策的大力推进，Q2百货板块业绩有望触底回升。

- **天虹股份**：2019年，公司实现营业收入193.3亿元，同比增长1.33%；实现归母净利润8.59亿元，同比下降4.98%。2020年Q1，公司实现营业收入29.97亿元，同比减少42.13%；实现归母净利润-0.50亿元，同比减少115.98%。公司除了百货业务，也在加速发力超市业态，线上线下全渠道发展，将是未来的增长点。
- **王府井**：2019年，公司实现营业收入267.89亿元，同比增长0.29%；实现归母净利润9.61亿元，同比下降19.98%。2020年Q1，公司实现营业收入15.20亿元，同比减少78.79%；实现归母净利润-2.02亿元，同比减少150.16%。
- **鄂武商A**：2019年，公司实现营业收入177.56亿元，同比增长0.29%；实现归母净利润12.25亿元，同比增长16.67%。2020年Q1，公司实现营业收入12.91亿元，同比减少72.80%；实现归母净利润-2.25亿元，同比减少176.23%。

### (3) 专业连锁：业绩表现分化，部分公司成长性强

2019年，专业连锁板块营收合计为4401.45亿元，同比增长7.77%；归母净利润合计为116.05亿元，同比下降23.31%；2020Q1，专业连锁板块营收合计为983.05亿元，同比上升1.59%；归母净利润合计为-4.39亿元，同比下降158.17%。板块收入保持增长，但利润下降严重，主要原因是头部企业苏宁易购利润下降严重导致。同时，板块内各公司业绩表现分化，部分公司如华致酒行、南极电商、爱婴室具备较强的成长性，尤其是华致酒行、南极电商在Q1疫情期间业绩仍能保持增长。

- **华致酒行**：2019年，公司实现营收37.38亿元，同比增长37.38%，实现归母净利润3.19亿元，同比增长42.06%。2020年Q1，公司实现营收12.95亿元，同比增长14.96%，实现归母净利润0.98亿元，同比增长10.26%。公司是中国首家酒类流通A股上市企业，上市后品牌效应凸显，优质零售网点客户积极转型成华致酒库，连锁门店数量及质量均实现大幅提升。
- **南极电商**：2019年，公司实现营收39.07亿元，同比增长16.52%，实现归母净利润12.06亿元，同比上升36.06%。2020年Q1，公司实现营收6.72亿元，同比下滑18.51%，实现归母净利润1.29亿元，同比增长5.28%。南极人以线上为主，产品偏必选品类，在电商平台优势类目龙头地位进一步凸显，受疫情影响相对较小。
- **爱婴室**：2019年，公司实现营收24.60亿元，同比增长15.22%，实现归母净利润1.54亿元，同比上升28.55%。2020年Q1，公司实现营收5.19亿元，同比下滑4.81%，实现归母净利润0.09亿元，同比下滑50.29%。公司主要从事母婴商品的销售及相关服务业务，由于以线下销售为主，导致在疫情期间业绩下降较多。公司持续提速拓展直营门店，产品结构持续优化，长期仍值得期待。
- **苏宁易购**：2019年，公司实现营收2692.29亿元，同比增长9.91%，实现归母净利润98.43亿元，同比减少26.15%。2020年Q1，公司实现营收578.39亿元，同比下滑7.07%，实现归母净利润-5.51亿元，同比下滑505.45%。疫情对可选消费影响较大，公司各地家电3C及百货门店在疫情期间阶段性暂停营业或缩短营业时间，由于小区封闭等原因，上门安装业务也收到较大影响。

图表14：商贸零售重点公司2019&amp;2020Q1业绩一览

板块名称	证券简称	2019				2020Q1			
		营收 (亿元)	yoy	归母净 利润 (亿元)	yoy	营收 (亿元)	yoy	归母净利 润 (亿元)	yoy
超市	红旗连锁	78.23	8.35%	5.16	59.97%	23.45	23.96%	1.43	80.70%
	永辉超市	848.77	20.36%	15.64	5.63%	292.57	31.57%	15.68	39.47%
	家家悦	152.64	19.90%	4.58	6.43%	52.87	38.96%	1.76	24.86%
	步步高	197.25	6.88%	1.73	10.18%	55.42	-1.63%	1.00	-46.21%
	板块合计	1,747.12	11.53%	22.62	-15.71%	553.27	17.93%	20.93	21.22%
专业市场	海宁皮城	14.22	-17.04%	2.79	-23.31%	2.68	-22.12%	0.66	-32.76%
	美凯龙	164.69	15.66%	44.80	0.05%	25.56	-27.69%	3.93	-70.08%
	板块合计	312.62	13.01%	79.25	-11.28%	53.37	-24.08%	10.36	-50.85%
多业态零售	重庆百货	345.36	1.33%	9.85	18.55%	75.89	-24.26%	1.73	-63.32%
	大商股份	218.88	-8.29%	8.93	-9.56%	20.68	-68.18%	0.54	-85.96%
	百联股份	504.59	4.20%	9.58	9.87%	98.36	-30.94%	0.27	-91.93%
	板块合计	2,037.72	0.15%	31.03	-52.33%	398.94	-28.82%	4.12	-82.79%
百货	天虹股份	193.93	1.33%	8.59	-4.98%	29.97	-42.13%	-0.50	-115.98%
	王府井	267.89	0.29%	9.61	-19.98%	15.20	-78.79%	-2.02	-150.16%
	鄂武商A	177.56	0.29%	12.25	16.67%	12.91	-72.80%	-2.25	-176.23%
	板块合计	1,745.03	-8.53%	67.11	3.90%	197.26	-58.45%	-5.88	-123.80%
专业连锁	华致酒行	37.38	37.38%	3.19	42.06%	12.95	14.96%	0.98	10.26%
	南极电商	39.07	16.52%	12.06	36.06%	6.72	-18.51%	1.29	5.28%
	豫园股份	429.12	26.47%	32.08	5.79%	103.03	27.10%	3.25	-19.10%
	爱婴室	24.60	15.22%	1.54	28.55%	5.19	-4.81%	0.09	-50.29%
	苏宁易购	2,692.29	9.91%	98.43	-26.15%	578.39	-7.07%	-5.51	-505.45%
	板块合计	4,401.45	7.77%	116.05	-23.31%	983.05	1.59%	-4.39	-158.17%
一般物业经营	海印股份	24.36	-2.84%	1.39	1.21%	2.86	-44.56%	0.24	5.01%
	华联股份	12.54	0.07%	0.48	46.78%	1.65	-47.97%	-1.12	-918.52%
	板块合计	37.32	-1.86%	2.10	916.28%	4.60	-45.41%	-1.11	-344.99%

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：板块合计按各个申万三级子行业中所有个股统计

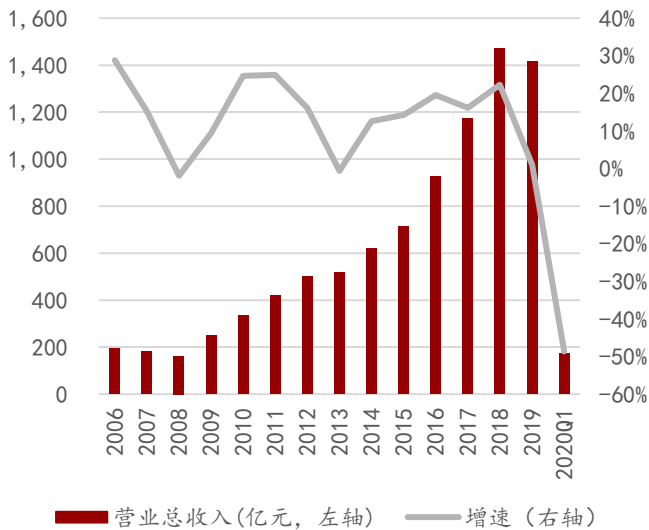
## 2.2 休闲服务：遭遇休克式冲击，国内旅游率先进入复苏阶段

### 2.2.1 总体情况：休闲服务在疫情之中遭遇休克式冲击，业绩下滑严重

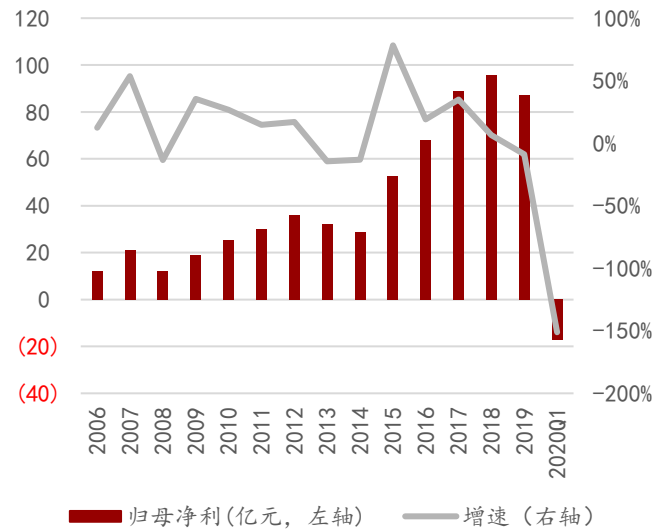
2019年，申万休闲服务板块合计营业总收入为1415.15亿元，同比增长0.98%；合计归母净利润为87.42亿元，同比减少8.95%。2019年休闲服务行业业绩增速较2018年有所下降，主要是受宏观经济承压影响所致。2020Q1，申万休闲服务板块合计营业总收入为173.50亿元，同比减少48.63%；合计归母净利润为-17.29亿元，同比减少151.16%。休闲服务行业是受疫情负面冲击最大的行业，疫情期间，景区几乎全面关闭，餐饮企

业、旅行社暂停营业，直到3月份疫情得到控制才逐步重新开业，目前旅游行业处于复苏阶段。

图表15：2006-2020Q1休闲服务板块营收及同比增速



图表16：2006-2020Q1休闲服务板块归母净利及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：营业收入计算时：AB股共存时剔除B股。

同比增速计算时：1、剔除本期或上年同期营业总收入为空的成分股；2、AB股共存时剔除B股。

资料来源：Wind、万联证券研究所

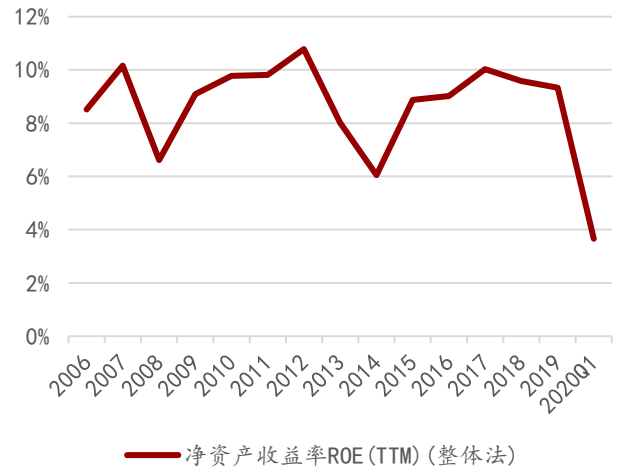
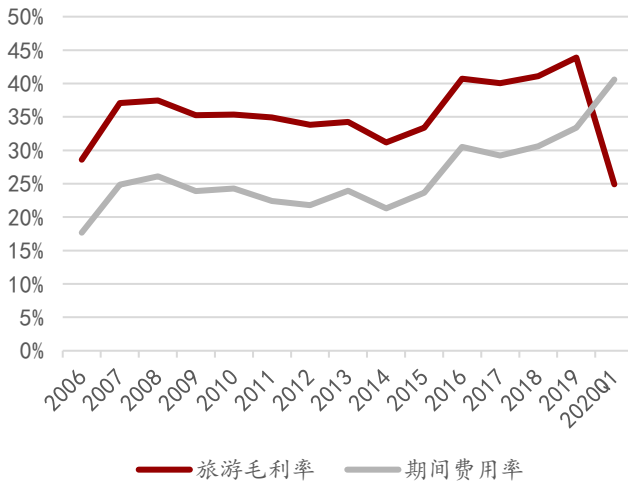
注：归母净利润计算时：AB股共存时剔除B股。

同比增速计算时：1、剔除本期或上年同期归母净利润为空的成分股；2、AB股共存时剔除B股。

2019年，申万休闲服务板块销售毛利率（整体法，下同）为43.88%，较2018年提升了2.76个pct；期间费用率为33.40%，较2018年提升了2.77个pct；ROE（TTM）为9.0%，较2018年下降了1个pct。

图表17：2006-2020Q1休闲服务板块毛利率、期间费用率走势

图表18：2006-2020Q1商贸零售板块ROE走势



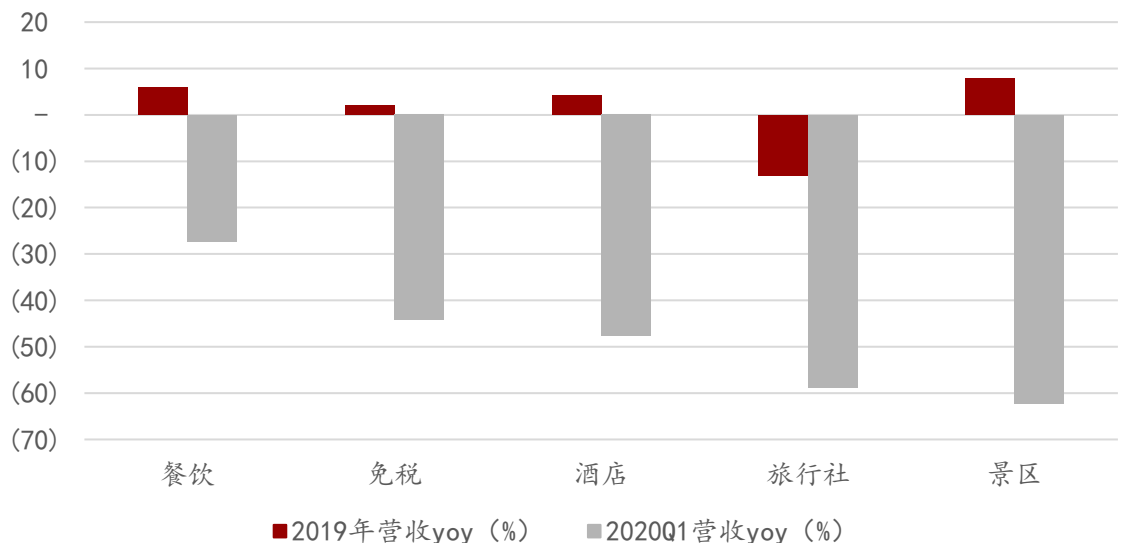
资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

### 2.2.2 子板块及个股情况: 业绩全线下降, 疫情后国内旅游有望率先复苏

分板块来看, 申万休闲服务子行业中, 2019年营收同比增速分别为景区 (+7.87%)、餐饮 (+5.93%)、酒店 (+4.24%)、免税 (+2.04%)、旅行社 (-13.00%); 2020年Q1, 休闲服务子行业营收增速几乎全线下跌, 跌幅分别为餐饮 (-27.24%)、免税 (-44.23%)、酒店 (-47.69%)、旅行社 (-58.79%)、景区 (-62.21%)。归母净利润方面, 2019年, 免税板块增速最高, 归母净利润大幅增长49.58%, 旅行社由于部分头部公司大额商誉减值, 以-458.46%的增速位居倒数第一; 2020年Q1, 受疫情影响, 归母净利润同比全部下降, 免税、景区、酒店、旅行社、餐饮板块分别下降105.21%、180.06%、236.77%、240.82%、368.81%。目前旅游行业处于复苏阶段, 由于国内国外疫情阶段不同, 各细分行业复苏节奏不同, 国内旅游率先复苏, 相关的板块包括景点、餐饮、酒店, 出境游复苏有待国外疫情的控制, 相关的板块包括免税、出境游。

图表19: 申万休闲服务子行业2019&2020Q1营收同比增速对比 (按2020Q1增速排序)

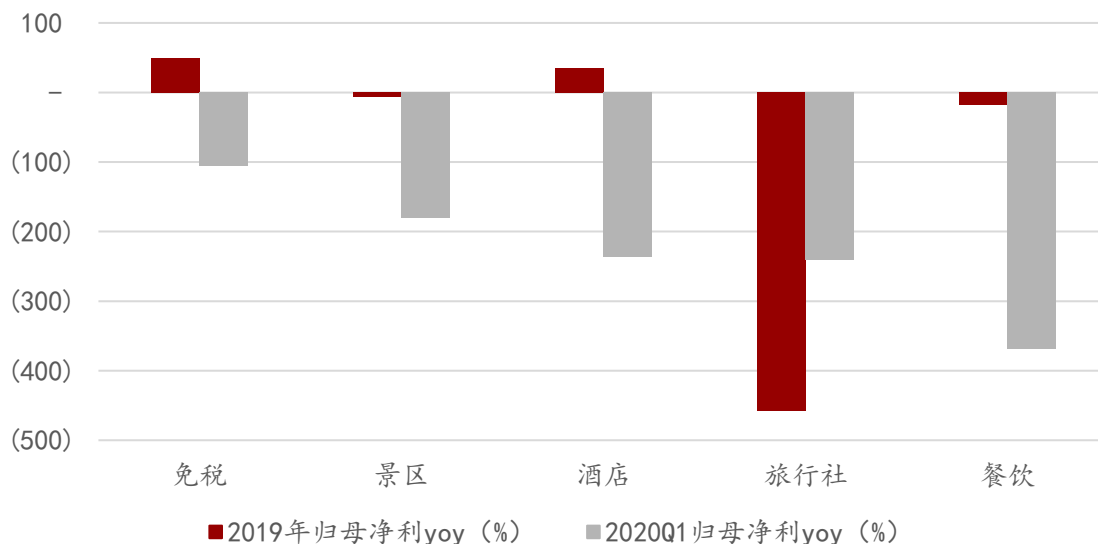


资料来源: Wind、万联证券研究所



备注：根据公司业务对申万三级子行业进行了重新划分，下同

图表20：申万休闲服务子行业2019&2020Q1归母净利同比增速对比（按2020Q1增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所

#### （1）免税：长期增长空间大，短期机场免税业务恢复有待国外疫情控制

- **中国国旅：**免税行业唯一一家上市公司。2019年，公司营收合计为479.06亿元/+2.04%，剔除剥离旅行社影响，营收+36.79%；归母净利润合计为46.29亿元/+49.58%，扣非归母净利润38.29亿元/+21.79%，为旅游行业中增长最快的板块，也是长期前景最为看好的板块。2020Q1，公司营收合计为76.36亿元/-44.23%；归母净利润合计为-1.20亿元/-105.21%。由于免税业务较大部分收入来自与出境相关的机场免税，还有一部分收入来自海南离岛免税业务，目前国外疫情还比较严重，机场免税业务的恢复有待国外疫情的控制。

#### （2）景区：处于门票降价背景下，疫情后受益于出境游向国内游的结构转变

**总体情况：**2019年，景区板块营收合计为310.27亿元，同比下滑7.87%；归母净利润合计为33.15亿元，同比减少6.65%。2020Q1，景区板块营收合计为25.40亿元，同比下滑62.21%；归母净利润合计为-6.94亿元，同比下滑180.06%。景区这两年处于门票降价背景下，除了宋城演艺表现较为靓丽之外，整体表现比较平淡。今年Q1全国各地景区由于疫情影响，1月底停业，3月份开始各地景区陆续重新开业，疫情的打击有望加速景区转型。此外在全球疫情仍未松绑，而国内有序复工复产的大环境下，居民旅游需求发生结构性调整，由出境游转向国内游，利好景区板块。

- **宋城演艺：**2019年，公司实现营业收入26.12亿元，同比下滑18.67%；实现归属母公司净利润13.40亿元，同比增长4.09%，如果剔除六间房重组影响，营业收入22.28亿元，同比增长12.68%，归母净利10.44亿元，同比增长18.05%，业绩增长稳健。2020年Q1，受疫情冲击影响，公司实现营业收入1.34亿元，同比下滑83.71%；实现归属母公司净利润0.50亿元，同比下滑86.50%。目前宋城还没有景区开业，

20年公司西安、上海项目将开业，长期来看，公司商业模式优秀，疫情短期冲击不改长期成长逻辑。

- **中青旅：**2019年，公司实现营业收入140.54亿元，同比增长14.58%；实现归属母公司净利润5.68亿元，同比下滑4.90%；2020年Q1，公司实现营业收入12.01亿元，同比下滑52.76%；实现归属母公司净利润-1.98亿元，同比下滑408.57%。中青旅旗下的乌镇、古北水镇近两年由于景区竞争加剧、客流量瓶颈，以及门票下降等诸多因素，业绩表现不佳，Q1新冠疫情爆发，景区关闭无法营业，对业绩冲击较大。Q2景区重新开业，业绩有望回暖，长期来看，大股东光大集团的资源协同仍值得期待。
- **黄山旅游：**2019年，公司实现营业收入16.07亿元，同比减少0.88%；实现归属母公司净利润3.40亿元，同比下滑41.60%；2020年Q1，公司实现营业收入0.70亿元，同比下滑73.59%；实现归属母公司净利润-0.77亿元，同比下滑427.71%。黄山旅游背靠优质自然资源，具备稀缺性，但同时扩张性有限，由于门票下降和项目改造等因素，19年业绩表现不佳。公司积极寻求资源整合，谋求转型升级，摆脱门票依赖，成长前景值得期待。

### (3) 酒店：疫情冲击将加速集中度提升，加盟扩张+结构升级为未来主要增长点

**总体情况：**2019年，酒店板块营收合计为337.08亿元，同比增长4.24%；归母净利润合计为23.63亿元，同比增加35.43%；2020Q1，酒店板块营收合计为39.92亿元，同比下滑47.69%；归母净利润合计为-5.74亿元，同比下滑236.77%。酒店需求主要以商务出行入住为主，因此与宏观经济的相关性很强，近年来宏观经济承压，酒店行业收入增速趋缓，酒店龙头通过加盟扩张以及酒店结构从经济向中端改造升级，提升整体的盈利能力。疫情期间由于收入端下降，且酒店的折旧、人工等具备刚性，导致业绩降幅较大。疫情期间一部分现金流不佳的中小型酒店经营面临困境，加速行业洗牌，资本实力强大的龙头酒店品牌有望加速扩张，提升集中度。疫情后随着复工复产，商旅出行增加，酒店板块的业绩弹性也较强。长期来看，加盟扩张+结构升级仍是酒店行业的主要增长点。

- **锦江酒店：**2019年，公司实现营业收入150.99亿元，同比增长2.73%；实现归属母公司净利润10.92亿元，同比增长0.93%；2020年Q1，公司实现营业收入21.89亿元，同比下降34.41%；实现归属母公司净利润1.71亿元，同比下降42.26%。公司在Q1疫情期间业绩表现显著优于酒店板块整体情况，实现盈利，主要原因是公司处置自有酒店物业股权，带来4.8亿元一次性投资收益支撑业绩，疫情期间公司控成本、降费用，此外公司境外酒店业务在1季度受到疫情影响较小，支撑了整体的业绩。公司作为酒店行业龙头，新冠疫情虽短期带来巨大压力，但加速洗牌和龙头企业集中度提升，公司未来优势将更加凸显。
- **首旅酒店：**2019年，公司实现营业收入83.11亿元，同比减少2.67%；实现归属母公司净利润8.85亿元，同比上升3.26%；2020年Q1，公司实现营业收入8.01亿元，同比下降58.80%；实现归属母公司净利润-5.26亿元，同比下降811.25%。公司Q1业绩受疫情影响损失显著，目前公司旗下酒店已经悉数恢复营业，业绩在Q2有望大幅反弹，且与锦江酒店一样，公司作为酒店行业龙头，中长期将受益于疫情带来的行业整合机会，市占率有望提升。

- **岭南控股：**公司业务主要包括高端酒店和广之旅的旅行社业务，2019年，公司实现营业收入79.72亿元，同比增长12.63%；实现归属母公司净利润2.59亿元，同比增长26.52%；2020年Q1，公司实现营业收入6.71亿元，同比下降63.07%；实现归属母公司净利润-0.62亿元，同比下降155.34%。2019年公司通过战略并购使出境游优势业务规模强劲提升，实现了资本拉动下的“内生+外延式”业绩增长；2020Q1，受疫情影响，公司的酒店业务和旅行社业务均受影响，业绩下降。广之旅在过去两年除了大力发展出境游业务，国内旅游业务也取得快速的发展，随着疫情后国内旅游行业率先复苏，Q2公司业绩也将迎来拐点。

#### (4) 旅行社：疫情影响出境旅游，未来调整产品结构瞄准国内市场

**总体情况：**2019年，旅行社板块营收合计为220.09亿元，同比下降13.00%；归母净利润合计为-13.82亿元，同比减少458.46%；2020Q1，旅行社板块营收合计为20.02亿元，同比下滑58.79%；归母净利润合计为-1.63亿元，同比下滑240.82%。2019年旅行社业绩出现大幅下降，主要原因是东南亚旅游市场没有完全恢复，且部分龙头大额的商誉减值，拖累板块整体业绩。Q1疫情期间，2020年1月24日起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”产品，3月18日开始，省内旅游才逐步恢复，接下来跨省旅游也有望逐步恢复。由于境外疫情还比较严重，国内旅游率先恢复，且境外旅游需求将转移至国内旅游，因此各旅行社也主动调整产品结构，大力发展国内旅游市场。

- **众信旅游：**公司主要经营旅游批发业务，2019年，公司实现营业收入126.77亿元，同比增长3.64%；实现归属母公司净利润0.69亿元，同比增长191.15%；2020年Q1，公司实现营业收入11.54亿元，同比下降53.02%；实现归属母公司净利润-0.29亿元，同比下降144.80%。公司目前着力发展国内游，已在北京、上海、江西、河北等已经放开省内游的区域推出周边游主题产品，2020年初公司与国内免税品龙头中免集团达成战略合作框架协议，双方将在客流、境外目的地等方面开展“旅游+购物”业务。
- **凯撒旅业：**公司主要经营旅游零售业务，2019年，公司实现营业收入60.36亿元，同比下降26.21%；实现归属母公司净利润1.26亿元，同比下降35.28%；2020年Q1，公司实现营业收入7.53亿元，同比下降41.30%；实现归属母公司净利润-0.64亿元，同比下降312.41%，系受疫情影响。虽然短期受疫情冲击，但公司近期动作不断，长期发展值得期待。2019年12月，创始人团队凯撒世嘉时隔8年重回公司第一大股东，海航退为第二大股东，公司有望进一步理顺内部管理，提高运营效率。2019年6月和11月，公司两度与中出服达成合作，分别参股天津国际邮轮母港进境免税店、南京市内免税店，免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。旅游业务方面，凯撒旅业积极与政府合作，推进海南地区旅游布局，2020年3月三亚市政府与凯撒旅业签署合作协议，在旅游、免税等业务方面获得了三亚政府的大力支持。

#### (5) 餐饮：疫情之下业绩承压，加快行业出清，行业集中度有望提升

**总体情况：**2019年，餐饮板块营收合计为50.95亿元，同比增长5.93%；归母净利润合计为3.82亿元，同比减少18.18%。2020Q1，餐饮板块营收合计为7.77亿元，同比下滑

27.24%；归母净利润合计为-1.22亿元，同比下滑368.81%。疫情期间餐饮门店关停，造成餐饮企业面临极大的现金流压力，大量中小型餐饮门店倒闭，加快行业出清，行业集中度有望向龙头集中。

➤ **广州酒家：** 公司主要业务包括餐饮、月饼、速冻食品。2019年，公司实现营业收入30.29亿元，同比增长19.38%；实现归属母公司净利润3.84亿元，同比增长0.06%；2020年Q1，公司实现营业收入5.33亿元，同比上升0.14%；实现归属母公司净利润0.12亿元，同比下降73.17%。2019年公司食品制造业务规模继续扩大，餐饮业务稳步提升，营业收入保持较快增长，利润指标受成本与费用因素影响增速放缓，公司整体经营状况持续稳定良好运行。由于疫情影响，公司餐饮业务从2月8日开始暂停堂食服务，直到2月23日才逐步恢复运营，造成2020Q1业绩下滑明显，但速冻食品在疫情期间需求增加，业绩大幅增长。目前餐饮堂食需求逐步恢复，Q2公司业绩有望迎来拐点，中长期来看产能扩张、区域拓展仍是公司增长主驱动。

图表21：休闲服务重点公司2019&2020Q1业绩一览

板块名称	证券简称	2019				2020Q1			
		营收 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	营收 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
免税	中国国旅	479.66	2.04%	46.29	49.58%	76.36	-44.23%	-1.20	-105.21%
	板块合计	479.66	2.04%	46.29	49.58%	76.36	-44.23%	-1.20	-105.21%
景区	宋城演艺	26.12	-18.67%	13.40	4.09%	1.34	-83.71%	0.50	-86.50%
	天目湖	5.03	2.81%	1.24	19.86%	0.21	-76.20%	-0.26	-275.98%
	中青旅	140.54	14.58%	5.68	-4.90%	12.01	-52.76%	-1.98	-408.57%
	黄山旅游	16.07	-0.88%	3.40	-41.60%	0.70	-73.59%	-0.77	-427.71%
	峨眉山A	11.08	3.30%	2.26	8.10%	0.68	-73.47%	-0.96	-594.64%
	板块合计	310.27	7.87%	33.15	-6.65%	25.40	-62.21%	-6.94	-180.06%
酒店	锦江酒店	150.99	2.73%	10.92	0.93%	21.89	-34.41%	1.71	-42.26%
	岭南控股	79.72	12.63%	2.59	26.52%	6.71	-63.07%	-0.62	-155.34%
	金陵饭店	11.89	14.77%	0.75	-2.74%	2.61	-12.91%	-0.19	-243.99%
	首旅酒店	83.11	-2.67%	8.85	3.26%	8.01	-58.80%	-5.26	-811.25%
	板块合计	337.08	4.24%	23.63	35.43%	39.92	-47.69%	-5.74	-236.77%
旅行社	众信旅游	126.77	3.64%	0.69	191.15%	11.54	-53.02%	-0.29	-144.80%
	凯撒旅业	60.36	-26.21%	1.26	-35.28%	7.53	-41.30%	-0.64	-312.41%
	腾邦国际	32.97	-32.52%	-15.76	-1039.49%	0.95	-91.53%	-0.70	-437.09%
	板块合计	220.09	-13.00%	-13.82	-458.46%	20.02	-58.79%	-1.63	-240.82%
餐饮	西安饮食	5.00	0.89%	-0.47	-597.91%	0.64	-52.75%	-0.46	323.39%
	广州酒家	30.29	19.38%	3.84	0.06%	5.33	0.14%	0.12	-73.17%
	全聚德	15.66	-11.87%	0.45	-38.90%	1.80	-55.03%	-0.89	-931.66%
	板块合计	50.95	5.93%	3.82	-18.18%	7.77	-27.24%	-1.22	-368.81%

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：板块合计按各个子行业中所有个股统计



### 3、投资建议

**商贸零售：**2019年受线上消费崛起冲击，行业业绩增速持续放缓。2020Q1受疫情冲击，业绩大幅下降7成，但超市板块受益于疫情期间生鲜需求从农贸市场转移至超市，业绩逆势增长，电商板块也受益线上业务需求增加而表现不俗。**短期来看**，疫情后线下消费场景逐步恢复，可选消费的需求有望迎来报复性反弹，看好Q2百货行业的业绩修复。**中长期来看**，疫情加速生鲜从农贸市场向超市的转移，并加速线下消费向线上消费的转移，看好超市板块和电商板块龙头企业。

**休闲服务：**2019年宏观经济承压，行业业绩增速较2018年有所下降，但免税行业仍保持较快的增长。2020Q1行业遭遇休克式冲击，是受疫情负面影响最大的行业，各子板块业绩全线下降。目前行业处于复苏阶段，由于国内国外疫情阶段不同，各细分行业复苏节奏不同，国内旅游率先复苏，相关的板块包括景点、餐饮、酒店，出境游复苏有待国外疫情的控制，相关的板块包括免税、出境游。**短期来看**，受益于疫情后的旅游复苏，看好各细分板块的龙头企业，尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。**中长期来看**，我们看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。

### 4、风险因素

- 1、疫情复燃风险：虽然目前国内疫情得到有力控制，但国外疫情仍处于爆发阶段，且病毒存在变异的可能，存在病毒变种后卷土重来的风险。
- 2、宏观经济波动风险：疫情全球经济均遭受重创，疫情引发的次生灾害如粮食问题、失业问题、通胀问题、各国政治对立等问题还未完全展现但已经初现苗头，这些都可能造成宏观经济出现较大幅波动的风险。
- 3、消费复苏不及预期风险：虽然疫情得到控制，且政府大力推动国内消费复苏，但疫情导致居民收入面临下降，居民消费更加谨慎，可能存在消费复苏不及预期风险。

## 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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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