

推荐 (维持)

业绩触底，迎接修复

2020 年 05 月 06 日

餐饮旅游板块2019年报及2020一季报总结

上证指数	2878
行业规模	占比%
股票家数 (只)	32 0.8
总市值 (亿元)	4402 0.7
流通市值 (亿元)	4078 0.9
行业指数	
%	1m 6m 12m
绝对表现	17.8 0.7 1.0
相对表现	11.6 -0.0 1.0

相关报告

- 1、《2020 年五一假期餐饮旅游行业跟踪—恢复近五成，复苏正当时》2020-05-05
- 2、《解析美团点评之到店篇——马当先，烽烟四起，格局生变》2020-04-13
- 3、《免税行业跟踪点评—中旅与海航战略合作，携手做大海南免税市场》2020-04-12

梅林

021-68407471
meilin@cmschina.com.cn
S1090517070006

研究助理

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

2019 年宏观经济和消费较弱，餐饮旅游板块收入利润小幅下滑，2020Q1 因疫情影响，收入下滑 50%，业绩普遍亏损。各细分板块表现分化，19 年三亚和京沪机场免税维持较快增长，疫情发生以来三亚免税恢复较快；19 年酒店需求继续走弱，龙头公司逆势增长，疫情期间固定成本较高导致亏损；国有景区客流增长，降价影响持续，宋城增长相对出色；出境游龙头业绩下滑，国内外疫情爆发，出境游受冲击最严重；餐饮 19 年增长良好，疫情稳定后恢复较快。下半年消费有望修复，建议关注细分龙头，重点推荐：中国国旅、宋城演艺、广州酒家。

- **19 年板块增速放缓，酒店免税表现靓丽。** 19 年餐饮旅游板块实现营收 1400 亿元/下降 3.8%，扣非净利润 65 亿元/下降 4.2%，主要出境游收入利润大幅下滑，同时景区受门票降价影响，20Q1 板块营收下滑 52.6%，扣非净利润亏损 21 亿元，主要受新冠疫情冲击。
- **酒店：疫情冲击一季度，固定成本导致亏损。** 19 年酒店入住率同比下滑，房价涨幅由正转负，RevPAR 进一步下滑，但各大龙头加快开业速度，叠加成本费用控制，龙头业绩增长平稳。20Q1 由于新冠疫情，三大酒店龙头入住率下滑 30%-40%，扣非业绩亏损。
- **免税：19 年表现靓丽，Q1 计提保底租金业绩略亏。** 国旅 19 年免税销售增长强劲，Q4 盈余管理收缩业绩。20Q1 公司收入下降 44.23%，归母净利润亏损 1.2 亿元，主要因北京、上海、香港机场计提保底租金导致亏损，预计中免原业务（三亚和其他业务）实现盈利约 3 亿元。
- **景区：国有景区受降价影响，Q1 多数景区停业。** 19 年杭州宋城业绩增长出色，20Q1 在停业两个月的情况下仍然实现盈利。乌镇和古北水镇增长较弱。自然景区客流增长门票降价，业绩表现分化，Q1 受疫情影响普遍亏损几千万。
- **出境游：行业景气度低迷，海外疫情持续冲击。** 2019 年下半年出境游市场增长下滑，港澳大幅回落，众信收入增长低迷，扣非业绩在低基数的基础上增长，凯撒子公司出表收入利润下滑。20Q1 国内外疫情承压，出境游业务停止发团。
- **餐饮：19 年门店扩张增势良好，Q1 受疫情冲击。** 2019 年广州酒家食品业务量价齐升，利润受成本上涨持平，Q1 受餐饮业务影响，收入持平业绩下滑 70%。海底捞 2019 年门店扩张迅速，同店小幅提升，业绩增长 42%。
- **风险因素：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。**

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
宋城演艺	29.83	0.92	0.42	1.12	71.24	26.74	4.5	强烈推荐-A
广州酒家	29.04	0.95	0.89	1.23	32.54	23.52	5.3	强烈推荐-A
中国国旅	91.30	2.37	0.56	2.84	163.2	32.09	9.0	强烈推荐-A
中青旅	10.50	0.78	0.56	0.89	18.83	11.76	1.2	强烈推荐-A
首旅酒店	16.36	0.90	-0.11	1.05	-150	15.59	1.9	审慎推荐-A
锦江股份	29.32	1.14	0.85	1.36	34.49	21.56	2.1	审慎推荐-A
黄山旅游	8.49	0.46	0.29	0.48	29.49	17.73	1.4	审慎推荐-A
峨眉山 A	6.14	0.43	0.23	0.43	27.19	14.42	1.3	审慎推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、19 年板块增速放缓，酒店免税表现靓丽	4
二、酒店：疫情冲击一季度，固定成本导致亏损	5
三、免税：19 年表现靓丽，Q1 计提保底租金业绩略亏	9
四、景区：国有景区受降价影响，Q1 多数景区停业	10
五、出境游：行业景气度低迷，海外疫情持续冲击	13
六、餐饮：19 年门店扩张增势良好，Q1 受疫情冲击	15
七、投资建议：财报表现分化，关注疫后消费复苏	19
风险提示：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。	19

图表目录

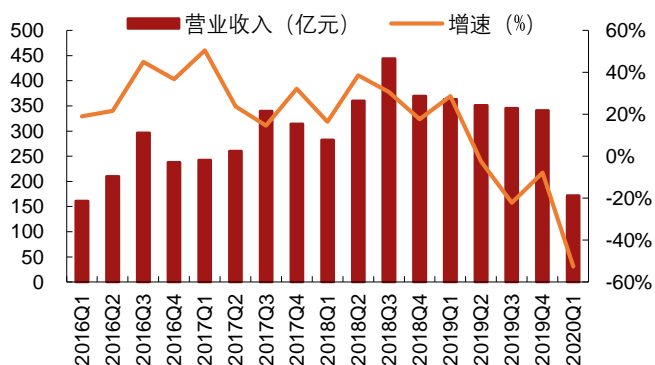
图 1：2016-2020Q1 餐饮旅游板块收入及增速	4
图 2：2016-2020Q1 餐饮旅游板块扣非净利润及增速	4
图 3：如家所有酒店和开业满 18 月酒店 RevPAR 同比增速	6
图 4：华住酒店整体经营情况	7
图 5：华住经营满 18 个月酒店的同店经营情况	7
图 6：2011-2019 年黄山景区客流及增速	12
图 7：2011-2019 年峨眉山景区客流及增速	12
图 8：2011-2019 年丽江玉龙雪山索道客流及增速	13
图 9：2011-2019 年桂林旅游旗下景区客流及增速	13
图 10：2008-2019 年中国公民出境游人数	14
图 11：2019-2020Q1 主流目的地中国游客月度同比增速	14
图 12：民航国际航线客运量月度同比增速	14
图 13：民航国际航线客运量月度累计同比增速	14
图 14：呷哺呷哺收入持续增长	17
图 15：呷哺呷哺利润增速放缓	17
图 16：呷哺呷哺整体翻座率持续走低	17
图 17：呷哺呷哺同店销售额小幅减少	17
表 1：餐饮旅游板块上市公司年报及一季报业绩情况	4
表 2：华住、首旅、锦江 2019 年经营数据和财务指标对比	5
表 3：华住、首旅、锦江 20 Q1 经营数据和财务指标对比	6
表 4：2018-2020 年第一季度首旅酒店单季开业酒店数量（家）	6
表 5：首旅酒店子公司收入及利润	7
表 6：华住酒店 2018-2019 年开业情况	7
表 7：2020 年 Q1 锦江国内酒店经营情况	8
表 8：锦江股份净利润拆分（单位：百万元）	8
表 9：中国国旅 2019 年业绩拆分	9
表 10：2019 年公司各业务板块主要经营指标	10
表 11：公司年报业绩拆分（单位：百万元）	11
表 12：2019 年乌镇公司客流情况和财务数据	11
表 13：2019 年古北水镇公司客流情况和财务数据	12
表 14：国内景区停业和恢复时间	13
表 15：凯撒旅游、众信旅游 2019 年报、2020 一季报业绩对比（单位：亿元）	15
表 16：广州酒家月饼业务产销情况	15

表 17: 广州酒家速冻业务产销情况	16
表 18: 海底捞收入及归母净利润 (亿元)	16
表 19: 海底捞 2019 年经营情况	17
表 20: 九毛九集团收入及归母净利润 (亿元)	18
表 21: 九毛九集团 2019 年经营情况	18
表 22: 重点公司业绩及估值表 (截至 2020 年 4 月 30 日)	19

一、19 年板块增速放缓，酒店免税表现靓丽

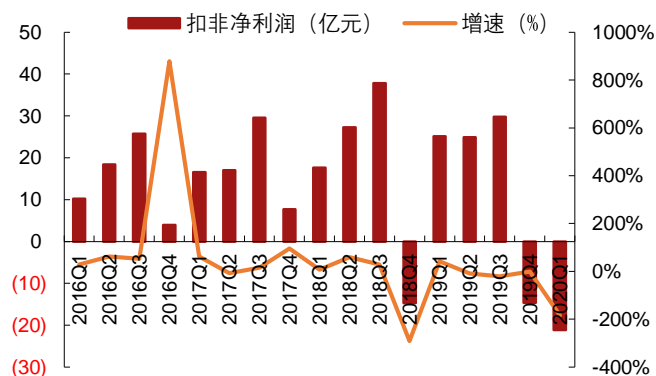
板块整体增速下行，20Q1 受疫情冲击。2019 年餐饮旅游板块（按申万行业分类）整体实现营收 1400 亿元/下降 3.8%，扣非净利润 65 亿元/下降 4.2%，其中 Q4 扣非净利润亏损，和同期持平，主要是出境游收入利润大幅下滑，同时景区受门票降价影响。20Q1 板块营收下滑 52.6%，扣非净利润亏损 21 亿元，主要受新冠疫情冲击。

图 1：2016-2020Q1 餐饮旅游板块收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

图 2：2016-2020Q1 餐饮旅游板块扣非净利润及增速



资料来源：Wind、招商证券

免税延续高增长，酒店逆势稳增长，景区、出境游承压。19 年免税销售维持较快增长，业绩表现出色；酒店经营数据回落，但龙头通过门店扩张和成本控制，实现利润稳定增长；优质休闲景区宋城的业绩增长出色，但其他国有景区受到降价影响，业绩乏力。出境游行业整体低迷，龙头公司业绩普遍下滑。Q1 受疫情影响，线下休闲消费基本停摆，受冲击程度：出境游>景区>酒店>免税。

表 1：餐饮旅游板块上市公司年报及一季报业绩情况

子板块	公司简称	2019 年		2019Q4		2020Q1	
		归母净利润 (百万元)	同比	归母净利润 (百万元)	同比	归母净利润 (百万元)	同比
酒店	首旅酒店	885	3%	166	199%	-526	-811%
	锦江股份	1092	1%	219	4%	171	-42%
	岭南控股	259	27%	21	-51%	-62	-155%
	金陵饭店	75	-3%	15	-12%	-19	-246%
	华天酒店	50	111%	232	185%	-135	-78%
免税	中国国旅	4629	50%	433	11%	-120	-105%
休闲 景区	宋城演艺	1340	4%	70	-50%	50	-87%
	中青旅	568	-5%	23	-54%	-198	-409%
	大连圣亚	42	-28%	-31	7%	-24	-181%
自然 景区	三特索道	11	-92%	-7	73%	-78	-101%
	西藏旅游	21	-2%	-4	-1189%	-19	-145%
	桂林旅游	55	-32%	0	-97%	-67	-3347%
	黄山旅游	340	-42%	4	-97%	-77	-428%
	天目湖	124	20%	9	2%	-26	-276%
	曲江文旅	45	-41%	-58	-54%	-68	-322%
	九华旅游	117	27%	10	-17%	-27	-170%
	峨眉山 A	226	8%	40	-1%	-96	-595%
	北部湾旅	0	0%	0	0%	0	0%
	长白山	75	11%	-7	27%	-29	-17%

子板块	公司简称	2019 年		2019Q4		2020Q1	
出境游旅行社	丽江旅游	203	6%	19	266%	-21	-161%
	张家界	11	-58%	-29	-1%	-37	-343%
	凯撒旅游	126	-35%	-91	23%	-64	-312%
	腾邦国际	-1576	-1039%	-1442	-1043%	-70	-437%
	众信旅游	69	191%	-46	75%	-29	-145%
餐饮	西安饮食	-47	-598%	-23	-272%	-46	-323%
	广州酒家	384	0%	59	-31%	12	-73%
	全聚德	45	-39%	-8	86%	-89	-932%
旅游综合	西安旅游	-30	-131%	-26	-124%	-12	-233%
	云南旅游	95	-84%	31	-94%	-27	-1622%

资料来源：wind、招商证券

二、酒店：疫情冲击一季度，固定成本导致亏损

2019 年酒店增长趋缓，龙头保持平稳。2018 年下半年经济放缓，2019 年酒店入住率同比下滑，房价涨幅由正转负，RevPAR 进一步下滑，但各大龙头加快开业速度，叠加成本费用控制，锦江、首旅扣非业绩普遍增长 20%，华住扣非业绩下滑主要受开业前费用和三费上涨。

表 2：华住、首旅、锦江 2019 年经营数据和财务指标对比

	华住酒店	首旅如家	锦江股份
入住率 (%)	87.0%	80.5%	76.2%
yoy	-2.5pct	-2.2pct	-3.5pct
平均房价 (元)	224	195	206
yoy	-0.3%	-1.6%	1.0%
RevPAR (元)	194	157	157
yoy	-3.1%	-4.2%	-3.4%
19 年净开业 (家)	1388	401	1071
——中端占比	57%	56%	103%
——加盟占比	101%	118%	102%
签约待开业数 (家)	2262	660	4,544
19 年计划开业 (家)	1100-1200	800	900-1000
——中高档占比	55-60%	50%	-
营业收入 (亿元)	112.1	83.1	151.0
yoy	11.4%	-2.7%	2.7%
归母净利润 (亿元)	17.69	8.85	10.9
yoy	147.1%	3.3%	0.9%
扣非后归母净利润 (亿元)	15.6	8.2	8.9
yoy	-8.8%	18.3%	20.7%
经营活动现金净流量 (亿元)	32.9	18.0	26.4
销售毛利率	35.9%	93.7%	89.9%
销售净利率	15.7%	11.1%	8.5%

注：1) 签约开业酒店数截至 2019 年 12 月底；2) 华住、如家、锦江入住率、平均房价、RevPAR 为开业满 18 个月成熟酒店同店数据。资料来源：公司公告、招商证券

20Q1 受疫情影响，酒店普遍亏损。20Q1 由于新冠疫情，三大酒店龙头入住率下滑 30%-40%，平均房价大幅下降，锦江、首旅、华住同店 RevPAR 分别下滑 48%/63%/53%，锦江下滑较少主要是中档酒店占比提升。20Q1 首旅扣非后业绩亏损 5.2 亿，锦江亏损 0.9 亿，主要是开业较快、部分资产在海外以及加盟比例更高。

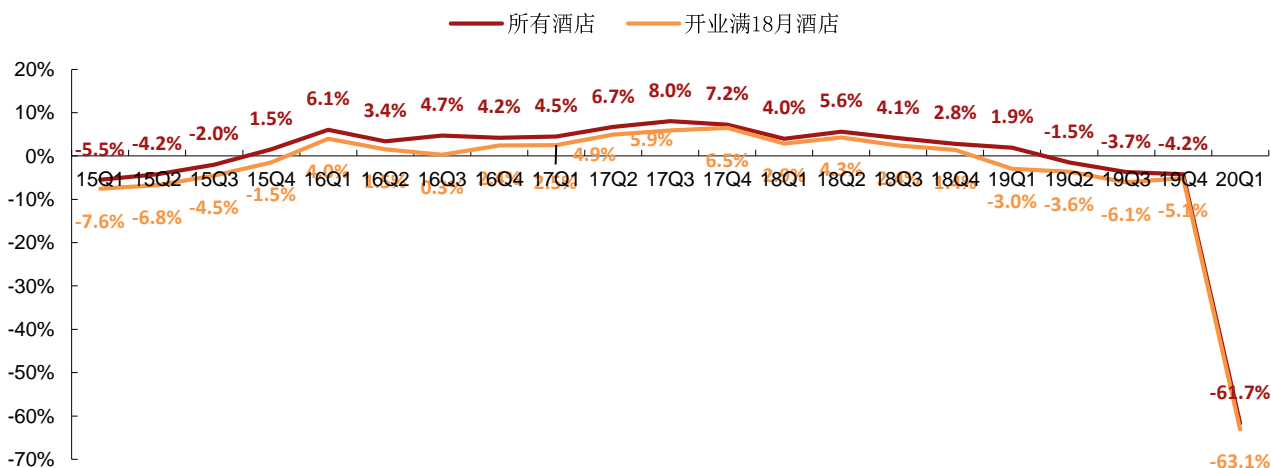
表 3：华住、首旅、锦江 20 Q1 经营数据和财务指标对比

	华住酒店	首旅酒店	锦江股份
入住率 (%)	48.0%	33.9%	39.4%
yoy	-35.5pct	-43.2pct	-34.0pct
平均房价 (元)	180	159	-213.1
yoy	-17.9%	-16.1%	-3.8%
RevPAR (元)	87	54	84.1
yoy	-52.8%	-63.1%	-48.3%
营业收入 (亿元)		8.0	21.9
yoy		-58.8%	-34.4%
归属净利润 (亿元)		-5.3	1.7
yoy		上年同期盈利	-42.3%
扣非后归属净利润 (亿元)		-5.2	-0.9
yoy		上年同期盈利	上年同期盈利
经营活动现金净流量 (亿元)		-5.2	-13.5
销售毛利率		-43.5%	35.2%
销售净利率		-67.5%	7.1%

注：华住、如家、锦江入住率、平均房价、RevPAR 为开业满 18 个月成熟酒店同店数据，锦江数据不包括卢浮，首旅为如家经营数据。资料来源：公司公告、招商证券

如家 Q1 入住率房价双双下滑，RevPAR 同比下降 60%。19 年如家开业满 18 个月酒店入住率/平均房价/RevPAR 增长 -2.2pct/-1.6%/-4.2%，20Q1 分别下滑 43.2pct/16.1%/63.1%，公司推出“安心住”等适应市场的产品，充分利用政府各项优惠政策，同时努力降低经营成本，目前 90%酒店已经恢复营业，入住率恢复至 65%。

图 3：如家所有酒店和开业满 18 月酒店 RevPAR 同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

首旅 19 年完成开业计划，20 年开业提速。2019 年首旅共开业酒店 829 家，完成全年 800 家的开店计划，关店 408 家，净开业酒店 401 家。2020 年计划新开酒店 800-1000 家，其中中高档酒店占比 50%。2020 年 Q1 公司新开酒店 62 家，同比（19Q1 开业 75 家）略有减少，截止 2020 年 3 月末，公司已签约未开业和正在签约酒店有 672 家。

表 4：2018-2020 年第一季度首旅酒店单季开业酒店数量 (家)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
经济型	30	52	51	75	13	28	29	38	10
中高端	29	53	46	115	28	43	73	145	34

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
其他	25	30	59	57	34	88	95	215	18
合计	84	135	156	247	75	159	197	398	62

资料来源：公司公告、招商证券

如家 19 年业绩增长 18%，20Q1 大幅亏损。公司 2019 年扣非业绩增长 18.3%，Q4 扣非业绩大幅增长 393%，主要是酒店数量增长，同期计提费用基数较低。Q1 公司收入下降 59%，主要受疫情影响，同店 RevPAR 下滑 63%；归母净利润亏损 5.26 亿元，主要是直营酒店疫情期间的固定成本，占到直营店正常收入的 70%。

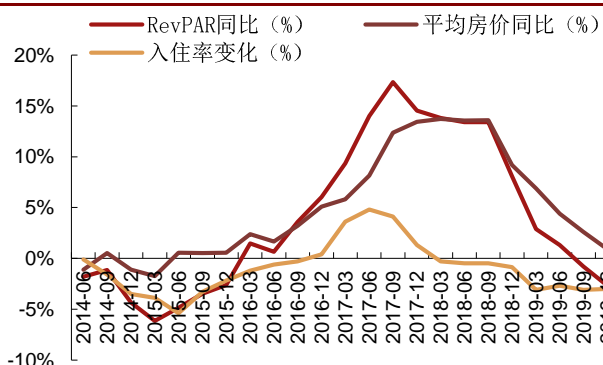
表 5：首旅酒店子公司收入及利润

	营业收入（万元）			净利润（万元）		
	2018	2019	同比（%）	2018	2019	同比（%）
南山公司	44,951	44,957	0.01%	13,096	12,848	-1.90%
京伦饭店	13,167	13,048	-0.90%	1,612	1,681	4.28%
南苑股份	36,715	35,174	-4.20%	-740.66	-803.34	-8.46%
如家酒店	715,366	693,469	-3.06%	80,632	84,740	5.09%

资料来源：公司公告、招商证券

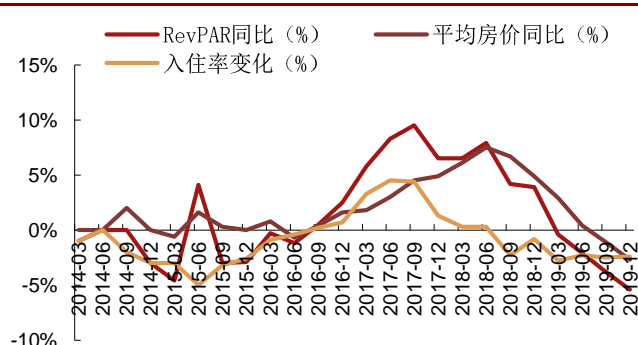
华住疫情后恢复较快。19 年华住开业满 18 个月酒店入住率/平均房价/RevPAR 下滑 2.5pct/0.3%/3.1%，20Q1 下滑 35.5pct/17.9%/52.8%，截止 3 月 26 日，华住已有 93.5% 的酒店正常营业，入住率也攀升至 62%，表现大幅优于市场。

图 4：华住酒店整体经营情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：华住经营满 18 个月酒店的同店经营情况



资料来源：公司公告、招商证券

华住超额完成 19 年开业计划，20Q1 开业提速。华住 2019 年合计开业 1715 家，关店 327 家，净开业 1388 家，超额完成 2019 年开业 1100-1200 家的计划。华住 20Q1 净增加酒店 220 家，较 2019Q1（净开业 166 家）大幅提升。截至 2020 年 3 月底，华住拥有签约的待开业酒店 2334 家，确保完成 2020 年开业 1600-1800 家的计划。

表 6：华住酒店 2018-2019 年开业情况

	经济型		中端		合计
	自营店	加盟特许	自营店	加盟特许	
18Q1 净开业数量（家）	-14	4	16	65	71
18Q2 净开业数量（家）	-13	6	13	80	86
18Q3 净开业数量（家）	-4	5	29	122	152
18Q4 净开业数量（家）		34		141	175
19Q1 净开业数量（家）		24		142	166
19Q2 净开业数量（家）		74		195	269

19Q3 净开业数量 (家)	214	272	486
19Q4 净开业数量 (家)	281	186	467
2019 全年净开业 (家)	593	795	1388
总数 (家)	4004	1949	5953

注：2018 年 Q1 起华住将 ibis 从经济型划分入中档酒店，总数数据截止 2020 年 3 月，包含收购德意志酒店的 115 家。资料来源：公司公告、招商证券

成本费用提升，华住业绩下滑。2019 年华住酒店收入增长 11.4%，归属净利润 17.7 亿元/增长 147%，主要是持有雅高等权益证券，产生未实现公允价值收益，剔除公允价值变动影响后归属净利润 15.6 亿元/下降 8.8%，受累酒店成本与费用提升。

锦江 Q1 经营数据回落。2019 年锦江国内开业满 18 个月的成熟酒店同店入住率/平均房价/RevPAR 同比增长-3.5pct/1.0%/3.4%，20Q1 同店入住率/平均房价/RevPAR 同比下滑 34pct/3.8%/48.3%，主要受新冠疫情影响，目前国内酒店入住率已陆续恢复。

表 7：2020 年 Q1 锦江国内酒店经营情况

项目	酒店数量	RevPAR (元/间)			均价 (元/间)			出租率 (%)		
		2019Q1	2020Q1	同比%	2019Q1	2020Q1	同比%	2019Q1	2020Q1	同比%
所有开业酒店	7,358	143.8	67.9	-52.7%	203.9	199.6	-2.1%	70.52%	34.04%	-36.5%
——经济型	3,943	106.2	45.1	-57.6%	156.0	151.0	-3.2%	68.11%	29.85%	-38.3%
——中高端	3,415	191.1	90.1	-52.9%	259.9	236.5	-9.0%	73.55%	38.10%	-35.5%
开业 18 个月以上酒店的同店	1,731	162.6	84.1	-48.3%	221.5	213.1	-3.8%	73.40%	39.44%	-34.0%
——经济型	1,025	118.2	64.2	-45.7%	170.3	169.9	-0.2%	69.42%	37.79%	-31.6%
——中高端	706	211.9	105.8	-50.1%	272.2	256.6	-5.7%	77.83%	41.24%	-36.6%

资料来源：公司公告、招商证券

超额完成全年开业计划，中档客房数占比过半。2019 年公司开业酒店 1617 家，超额完成全年开业 900 家的计划，关店 546 家，净开业酒店 1071 家。截止 2019 年 12 月末，公司已签约待开业酒店高达 4544 家，预计 2020 年开业 900-1000 家。Q1 公司新开业酒店 253 家，退出酒店 120 家，净开业 133 家，相比 2019Q1（开业 313 家，净开业 188 家）略有减少。

锦江 2019 年增长平稳，Q1 业绩韧性较强。2019 年公司收入增长 2.73%，主要受铂涛和维也纳收入同比增长所致；扣非后业绩增长 20.7%，主要是：1) 铂涛和维也纳收入和利润较同期大幅提升；2) 餐饮部分利润有所增加；3) 三费同比减少。20Q1 公司收入下降 34.41%，扣非后归属净利润亏损 9363 万元，主要是直营酒店有较多固定成本。

表 8：锦江股份净利润拆分 (单位：百万元)

	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	yoy	2018Q4	2019Q4	yoy	2018	2019	yoy
锦江分部	200	170	-15%	-76	27	-135%	124	196	58%
铂涛集团 (持股 93%)	319	354	11%	87	137	58%	406	491	21%
维也纳集团 (持股 80%)	171	254	49%	93	83	-11%	264	337	28%
国内酒店合计	690	777	13%	104	247	137%	794	1025	29%
卢浮集团	184	174	-6%	70	66	-5%	254	240	-6%
食品餐饮	114	65	-	66	-51	-177%	179	222	24%
其他 (倒推)							1	-208	
净利润合计	988	1017	3%	240	262	10%	1228	1279	4%

	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	yoy	2018Q4	2019Q4	yoy	2018	2019	yoy
少数股东损益	116	143	23%	29	43	48%	145	187	28%
归母净利润	872	873	0%	211	219	4%	1082	1093	1%
非经常性损益	195	74	-62%	148	127	-15%	343	200	-42%
扣非后归母净利润	677	800	18%	62	93	49%	739	892	21%

注：2019Q1-Q3 以及 2019Q4 食品餐饮净利润与其他费用（总部管理费用、财务费用、减持金融资产收益、收购溢价摊销等）合并计算。资料来源：公司公告、招商证券

三、免税：19 年表现靓丽，Q1 计提保底租金业绩略亏

19 年免税销售增长强劲，Q4 盈余管理收缩业绩。2019 年中免收入增长 37%，归母净利润增长 34%，主要是三亚店、北上机场、白云机场大幅增长，上海机场并表月份增加以及海免供货。Q4 扣非业绩下滑 8.8%，主要因：1) 8-12 月香港国际机场客流下滑 14%；2) 三亚海棠湾二期开业计提开办费；3) 大兴机场和市内店开业初期亏损。

2020Q1 公司收入下降 44.23%，预计三亚店（1 月 24 日至 2 月 20 日停业）收入 21 亿元/同比下降 38%，北京和上海机场收入下滑 50%-55%，日上上海直邮收入约 10 亿元，广州机场收入下滑 38%；归母净利润亏损 1.2 亿元，主要因北京、上海、香港机场计提保底租金导致亏损，预计中免原业务（三亚和其他业务）实现盈利约 3 亿元。

表 9：中国国旅 2019 年业绩拆分

单位：百万元	营业收入			归母净利润		
	2018	2019	yoy	2018	2019	yoy
国旅总社	12,388	599	-95%	-44	713	1720%
中免集团	34,481	47,361	37%	3,078	4,119	34%
——三亚市内免税店	8,010	10,465	31%	1,106	1,421	28%
——其他免税渠道	5,736	8,835	54%	1,447	2,099	45%
——首都机场（持股 51%）	7,389	8,589	16%	191	160	-16%
——上海日上（持股 51%）	10,451	15,149	45%	467	449	-4%
——香港机场（持股 80%）	2,000	2,402	20%	-160	-120	25%
——白云机场	895	1,922	115%	27	110	-
其他（国旅投资等）	138	6	-95%	50	-203	-505%
营业收入合计	47,007	47,966	2%	3,095	4,629	50%

资料来源：公司公告、招商证券

三亚店 Q4 高增长，总部免税批发利润增厚明显。2019 年三亚免税店全年购物 217 万人次/增长 27.6%，客单价 4823 元/微增 2.3%，实现收入 104.7 亿元/增长 30.6%（Q4 增长 57%），Q4 中免海免开展四店联合促销（8.5-9 折）与节日促销，带动 Q4 收入提速，全年归母净利润 14.2 亿元/增长 28%。传统免税业务收入约 88 亿元/增长 54%，净利润 20.7 亿元/增长 45%，主要是向海免供货后，免税批发环节利润增长较多。

广州机场表现突出，京沪店延续增势，香港受累游客下滑。上海机场免税店 2019 年实现营收 151 亿元/同比增长 45%，主要是 2019 年多并表 1-2 月，同口径收入增速在 22%，实现归母净利润 4.5 亿元，较 2018 年下滑，主要因浦东 T2 和虹桥采用新扣点以及汇率上涨；首都机场免税店 2019 年实现收入 86 亿元/同比增长 16%，归母净利润约 1.6 亿元/下降 16%；广州机场受益免税经营面积提升，2019 年实现收入 19.22 亿元/同比增长 117.46%，预计盈利 1 亿多；香港机场免税店 2019 年在客流下滑的情况下，实现

营业收入 24.02 亿元/同比增长 14.54%，并较 2018 年减亏。

汇率上涨致毛利率下滑，销售费用上涨。2019 年，公司综合毛利率为 49.4%/上升 7.9pct，其中免税业务毛利率 50%/下降 3.1pct，主要是下半年人民币兑美元出现贬值，导致公司采购成本提高，同时三亚 Q4 加大促销力度；销售费用率 31.1%/增长 6.4pct，主要是机场免税业务增长带来的机场租赁费用增加所致；管理费用率为 3.2%/下降 0.2pct；财务费用率 1069 万/上年同期-698 万元，2019 年发生汇兑损失 1.27 亿元。

表 10：2019 年公司各业务板块主要经营指标

单位：亿元	营业收入			毛利率		
	2018	2019	同比(%)	2018	2019	同比(%)
商品销售小计	343.4	469.7	36.8%	52.2%	49.6%	-2.7%
——免税商品销售	332.3	458.2	37.9%	53.1%	50.0%	-3.1%
——有税商品销售	11.1	11.5	3.5%	26.9%	31.6%	4.7%
旅游服务小计	122.7	6.0	-95.1%	10.0%	11.4%	1.4%
营业收入	470.1	479.7	2.0%	41.5%	49.4%	7.9%

资料来源：公司公告、招商证券

日上上海推出直邮业务，海南新增回头购与体验店。受新冠肺炎疫情影响，机场客流大幅下滑，日上上海推进直邮业务，日上会员无需出境就可以通过线上预定享受免税价格商品，减少疫情对机场业务的冲击，目前日上中国也开展直邮业务。

4 月，海南推出离岛补购政策，年满 16 周岁，自离岛之日起不超过 180 天且在海南购买过离岛免税商品的旅客，可将 3 万元中尚未使用完的离岛免税额度在补购线上平台继续选购，购物数量不受限制，并通过邮寄方式配送。此外，免税店还推出最高返 25% 代金券的优惠活动，可在下次补购使用。

此外，中旅集团目前已在三亚红树林酒店和三亚南山景区设立了体验实体店，于 4 月 13 日正式开业，围绕整个三亚旅游动线形成西、中、东布局。免税体验店开设了电商体验区、产品展示区等功能区域，将陈列国际一线品牌免税商品，并通过电商功能区方便游客了解线上下单流程，提高线上销售。中免还将配合海南省人民政府尽快增设三亚市内及机场两家离岛免税店。

四、景区：国有景区受降价影响，Q1 多数景区停业

自然景区增长乏力，休闲景区表现更佳。19 年休闲景区与自然景区在业绩上继续呈现分化趋势，宋城丽江、桂林、张家界项目增长较好，客源结构不断优化。乌镇、古北水镇客流下滑，客单价提升，业绩小幅增长，自然景区类公司客流表现平淡，门票索道降价拖累业绩。

宋城主业增长坚韧，六间房超额完成业绩承诺。公司 19 年旅游主业收入增长 12.7%，扣非净利润增长 23%。分项目看，杭州本部收入微降 1.8%，预计净利润小幅增长；三亚项目受海南旅游市场大环境影响，收入下滑 8%，净利润下滑 11.8%；丽江项目收入增长 24.9%，净利润增长 45.9%，受益丽江旅游市场整治与公司渠道调整；桂林项目实现收入 1.6 亿元，净利润 3400 万元，表现符合预期，张家界项目年内实现盈利。

Q1 受疫情影响停业，业绩逆势实现盈利。受新冠肺炎疫情影响，公司旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营，目前暂未开园，公司 Q1 收入下滑 83.7%，预计旅游主业收

入下滑 73%；Q1 实现归母净利润 4996 万元，其中因政府补助和投资收益取得非经营损益 3149 万元，扣非业绩 1847 万元，预计六间房贡献投资收益 2000-3000 万元。

表 11：公司年报业绩拆分（单位：百万元）

	营业收入			归母净利润		
	2018	2019	YoY	2018	2019	YoY
千古情						
——杭州	935.9	918.9	-1.8%	357.0	374.9	5.0%
——三亚	426.7	392.7	-8.0%	248.6	219.4	-11.8%
——丽江	267.0	333.4	24.9%	142.0	207.1	45.9%
——九寨(持股 80%)	—	—	—	-26.4	-19.4	26.3%
——桂林(持股 70%)	42.7	160.6	276.6%	-1.1	23.9	扭亏为盈
——张家界		65.5			15.0	
——电商手续费	173.5	180.4	4.0%	80.0	84.0	5.0%
——设计策划费	126.7	173.3	36.8%	53.0	86.6	63.4%
——其他（非经常性损益）	5.2	3.5		22.9	53.1	
千古情合计	1977.6	2,228.34	12.7%	876.1	1044.5	19.2%
六间房	1233.6	383.41	-68.9%	411.1	295.3	-28.2%
合计	3211.2	2,611.75	-18.7%	1287.2	1339.8	4.1%

注：杭州本部、电商手续费、设计策划费净利润为预测值，2019 年九寨亏损 24.2 亿元，桂林盈利 34.1 亿元。资料来源：公司公告、招商证券

乌镇客流回落，客单价逆势增长。2019 年乌镇接待 918.26 万人次/增长 0.35%，旅游主业收入 17.58 亿元/增长 3.47%，对应客单价 191.38 元/增长 2.89%。由此可见，2018 年东栅与东西栅联票的门票下降 10 元并未对客单价造成显著影响，高客单的西栅和会展客人比例提升驱动客单价稳步上行，全年实现净利润 8.07 亿元/增长 9.97%，剔除政府补助增加与房产销售利润约 1 亿元影响（假设房地产销售净利率小幅下滑），净利润基本持平。

表 12：2019 年乌镇公司客流情况和财务数据

	2018	2019	YoY(%)
客流量（万人次）	915.03	918.26	0.35%
东栅客流量（万人次）	400.99	388.59	-3.09%
西栅客流量（万人次）	514.04	529.67	3.04%
营业收入（亿元）	19.05	21.79	14.39%
客单价（元）	208	237.27	14.07%
房产销售收入（亿元）	2.06	4.21	104.37%
除房产销售后收入（亿元）	16.99	17.58	3.47%
除房产销售后客单价（元）	186	191.38	2.89%
净利润（亿元）	7.34	8.07	9.97%
净利率（%）	38.52%	37.04%	-1.48%
政府补贴（亿元）	1.96	2.45	25.00%
房产销售净利润（亿元）	约 0.6	约 1.0	—
除补贴和房产销售后利润（亿元）	5.27	5.23	-0.71%

注：房产销售净利润为估计值。资料来源：公司公告、招商证券

古北水镇客流下降，房地产结算收益减少。2019 年古北水镇接待 239.37 万人次/下降 6.68%，主要受周边文旅项目分流、北京地区大型活动、交通瓶颈尚未突破等因素拖累；

客单价增长 2.07% 至 397.06 元, 综合来看, 景区 2019 年实现收入 9.5 亿元/减少 4.79%。受房地产投资收益大幅减少和财务费用上升影响, 景区 2019 年净利润为 1.46 亿元/减少 52.6%, 剔除后, 旅游主业营业利润下滑 13%, 主要因收入下滑和折旧支出增加。

中青旅 Q1 收入大幅下滑, 净利润亏损 2 亿元。2020Q1, 受疫情影响公司营收下滑 52.8%; 归母净利润亏损 1.98 亿元/上年同期盈利 6409 万元, 乌镇、古北水镇受疫情影响自 1 月 25 日起暂停开放, 一季度乌镇游客人次同比下降 82.97%, 营收同比下降 78.99%; 古北水镇游客人次同比下降 78.15%, 营收同比下降 68.65%, 山水酒店营业收入降幅约 50%。

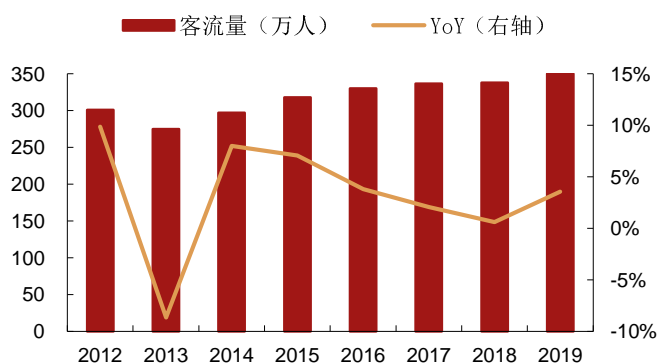
表 13: 2019 年古北水镇公司客流情况和财务数据

	2018	2019	YoY(%)
客流量 (万人次)	256.49	239.37	-6.68%
客单价 (元)	389	397.06	2.07%
营业收入 (亿元)	9.98	9.5	-4.79%
财务费用 (亿元)	0.50	0.61	23.43%
投资收益 (地产项目, 亿元)	2.2	0.84	-61.77%
净利润 (亿元)	3.08	1.46	-52.60%
经营性净利润 (剔除息税和投资收益影响)	1.67	1.46	-12.57%

资料来源: 公司公告、招商证券

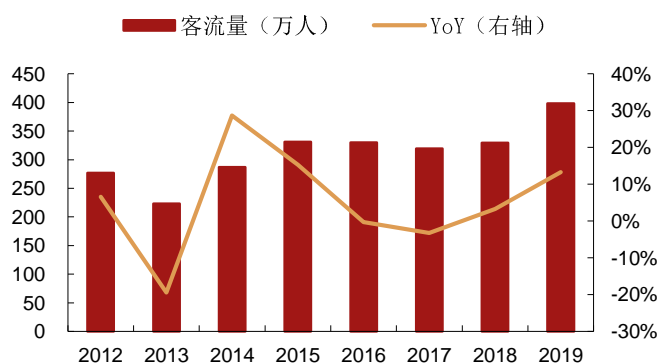
19 年自然景区客流增速略有回暖, 降价拖累业绩。2019 年黄山、峨眉山、丽江玉龙雪山索道客流分别增长 3.6%、13.3%、13.9%, 对应公司扣非业绩分别增长 -8.5%、7.3%、6.4%, 业绩增速低于客流增速, 主要受门票降价影响。天目湖收入小幅增长 2.8%, 扣非业绩增长 29.57%, 主要是景区、酒店、温泉业务毛利率大幅提升。

图 3: 2011-2019 年黄山景区客流及增速



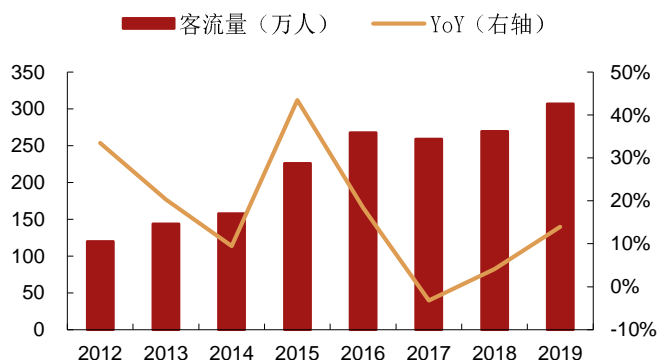
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 2011-2019 年峨眉山景区客流及增速



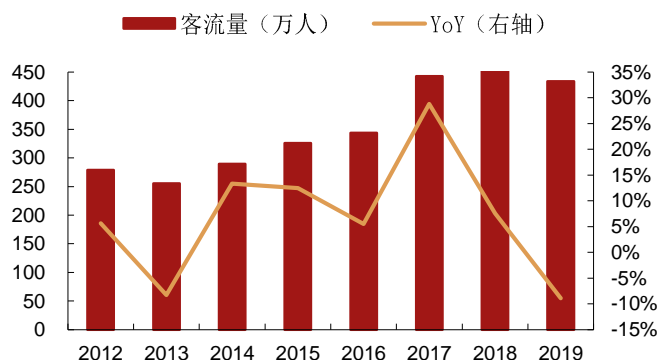
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5：2011-2019 年丽江玉龙雪山索道客流及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：2011-2019 年桂林旅游旗下景区客流及增速



资料来源：公司公告、招商证券

多数景区 1 月 24 日期停业。受新冠疫情影响，多数景区 1 月 24 日期暂停对外开放，并于 2 月底开始陆续恢复营业，但客流仅恢复 1-3 成。受新冠疫情影响，文旅部要求各景区接待客流量不超过最大承载量的 30%，今年“五一”假期前 4 天，全国国内旅游接待总人数 1.04 亿人次，按可比口径下降 46.7%。

20Q1 受疫情影响多数景区收入利润大幅下滑。20Q1 受疫情影响多数景区收入利润大幅下滑。20Q1 黄山、峨眉山、丽江旅游、天目湖收入分别下降，扣非后业绩分别下降 74%、73%、68%、76%，扣非后业绩普遍亏损数千万元。

表 4：国内景区停业和恢复时间

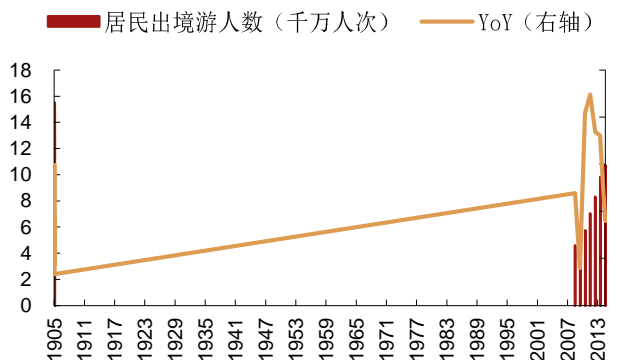
公司	景区/业务	关停时间	恢复时间
宋城演艺	千古情	1 月 24 日起，景区暂停对外开放	2 月 21 日起开放部分户外景点
中青旅	乌镇	1 月 25 日起，暂停开放乌镇东栅、西栅和乌村景区	东栅 2 月 26 日 9 点至 16 点 30 开放；乌村 2 月 28 日 12 点开放；西栅 4 月 15 日起开放
黄山旅游	古北水镇	1 月 25 日起，景区暂停对外开放	4 月 23 日起恢复开放
峨眉山	黄山	1 月 25 日起，景区暂停对外开放	2 月 21 日起恢复开放
张家界	峨眉山	1 月 24 日起，景区暂停对外开放	3 月 23 日起恢复开放
桂林旅游	武陵源等景区	1 月 26 日起，景区暂停对外开放	2 月 27 日武陵源景区开放，3 月 2 日天门山、大峡谷开放
长白山	两江四湖等	1 月 26 日期暂停两江四湖等景区及漓江游船客运业务	2 月 21 日起恢复开放
丽江旅游	长白山景区	1 月 27 日起，全市景区停止一切经营活动	2 月 22 日起恢复开放
	玉龙雪山索道	1 月 25 日起，暂停接待游客	2 月 20 日恢复开放

资料来源：公司官网、招商证券

五、出境游：行业景气度低迷，海外疫情持续冲击

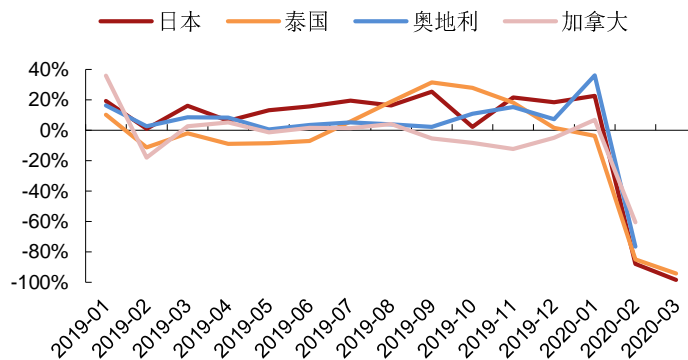
2019 年下半年出境游市场增长放缓，短途线路复苏。2019 年下半年出境游市场增长下滑，港澳大幅回落。2019 年中国公民出境旅游达 1.55 亿人次/增长 3.3%，增速较 2018 年大幅回落。7 月起受事件性影响，港澳游断崖式下滑，日韩线路增长较快，泰国由于沉船事件低基数，下半年客流增速由负转正。欧洲线整体增势良好，美洲线较弱。

图 7：2008-2019 年中国公民出境游人数



资料来源：国家旅游局、招商证券

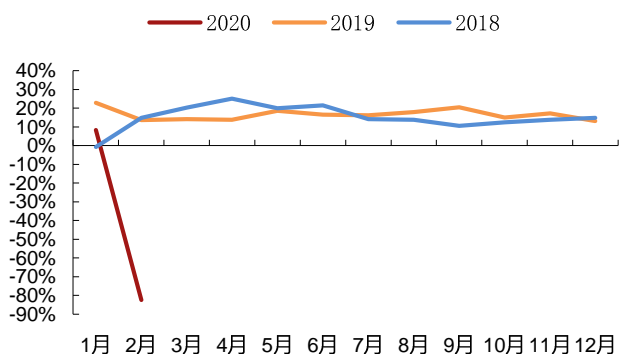
图 8：2019-2020Q1 主流目的地中国游客月度同比增速



资料来源：各国旅游统计部门、招商证券

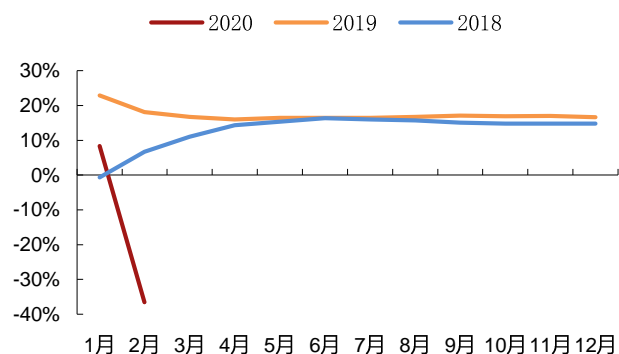
海内外疫情冲击，国际客流大幅下滑。2 月六大航司国际航线共运送旅客 99.5 万人次，同比下降 81.9%，主要受国内疫情影响，3 月国际疫情蔓延，大量航班停飞，预计客流持续维持低位。中国赴各大主流目的地客流基本下滑 90% 以上。

图 9：民航国际航线客运量月度同比增速



资料来源：中国民用航空局、招商证券

图 10：民航国际航线客运量月度累计同比增速



资料来源：中国民用航空局、招商证券

众信 19 年收入微增，扣非业绩大幅增长。公司全年收入增长 3.7%，其中出境游批发业务增长 3.5%，出境游零售业务增长 2.37%。归母净利润 6861 万元/增长 191%，主要是 2018 年计提商誉减值准备、应收账款坏账准备等带来全年资产减值损失 1.14 亿元，基数较低。截至 2019 年底，公司直营及合伙人开业门店数量达到 751 家，签约门店数量突破 1,000 家。

凯撒整体收入和利润大幅下滑。2019 年，公司营业收入下滑 26%，其中旅游业务收入在压力下下滑 29.83%，主要是公司出售天天商旅国际旅行社，配餐业务收入下滑 6.24%。公司归母净利润下降 35%，主要是非流动资产处置和理财收益增厚；全年扣非后业绩下滑 57%，主要因收入下滑以及期间费用大幅增长。

凯撒定增引入战投，探索海南免税市场。4 月 24 日，凯撒旅游公告拟向三亚文远基金、宿迁涵邦、华夏人寿、上海理成和青岛浩天非公开发行股份 1.88 亿股，募集资金总额不超过人民币 11.6 亿元，其中，文远基金认购 3 亿元/占此次定增的 25.86%，宿迁涵邦（京东）认购 4.5 亿元/占此次定增的 38.79%，华夏人寿认购 2 亿元/占此次定增的 17.24%，上海理成认购 1.5 亿元/占此次定增的 12.93%，青岛浩天认购 6 千万/占此次定增的 5.17%。

4 月 23 日，文远基金还向同盛免税增资 1 亿元，交易完成后，凯撒持有同盛免税 3 亿

元注册资本，文远基金持有其 1 亿元注册资本，凯撒与三亚市政府达成战略合作后，双方在重点合作的免税业务领域上的合作落地。

国内外疫情承压，出境游业务停止发团，或发力国内游业务。受国内外疫情爆发影响，众信收入下滑 53%，扣非业绩亏损 2967 万元，凯撒收入下滑 41%，扣非业绩亏损 6836 万元。目前国内外疫情仍在发酵，出境游业务短期难以恢复，或通过国内游或其他业务发力。

表 15：凯撒旅游、众信旅游 2019 年报、2020 一季报业绩对比（单位：亿元）

	众信旅游				凯撒旅游			
	2019	同比	2020Q1	同比	2019	同比	2020Q1	同比
营业收入	126.8	3.64%	11.54	-53.0%	60.36	-26.21%	7.53	-41.3%
净利润	0.7	191.0%	-0.29	-144.8%	1.26	-35.28%	-0.64	-312.0%
毛利率	9.75%	-0.05pct	9.64%	-3.62pct	20.36%	2.26pct	16.32%	1.46pct
净利率	0.61%	0.42pct	-2.86%	-5.5pct	2.52%	-0.15pct	-8.95%	-11.12pct

资料来源：公司公告、招商证券

六、餐饮：19 年门店扩张增势良好，Q1 受疫情冲击

广州酒家收入持续扩张，19Q4 成本费用上涨。2019 年公司收入平稳增长，主要来自食品业务的量价齐升；利润同比持平，主要是猪肉等原材料价格上涨，人力成本、渠道运营费用增长。其中 Q4 收入增长 18.5%，增速与前三季度相当，常态食品业务快速增长，净利润下降 23.06% 主要是 Q4 原材料成本上升较多。

食品业务量价齐升，速冻板块发展迅猛。2019 年公司食品制造业务实现收入 23.26 亿元/增长 21.84%，其中：

- 1) 月饼业务销量 1.19 万吨/增长 3.5%，实现销售收入 11.9 亿元/增长 14.8%，对应销售单价 100 元/kg，增长 10.9%，主要是受成本上涨，公司提升了七星伴月和双黄莲蓉的价格，月饼业务毛利率为 62.3%/同比下降 0.9pct；
- 2) 2019 年公司增加了速冻产线，销量达到 2.49 万吨/增长 23.6%，实现销售收入 5.5 亿元/增长 34.8%，对应销售单价 22 元/kg，大幅增长 9.1%，目前公司速冻产能供不应求，产品提价容易，最终毛利率 37.1%/同比提升 0.2pct；
- 3) 公司腊味、酥饼等其他食品业务收入 5.8 亿元/增长 26.2%，同样发展较快，毛利率 34.29%/同比下降 3.8pct，主要是腊味业务受猪价上涨影响。
- 4) 2019 年公司餐饮业务收入 6.67 亿元/增长 10.95%，毛利率 62.57%/下降 0.15pct，主要是 2018 年下半年新开广州白云机场和天字号码头店，以及 2019 年新增一家门店，目前公司共有 20 家直营餐厅。

表 16：广州酒家月饼业务产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产量（吨）	7772	8693	9784	10491	11567	12545
产销率	95.8%	94.3%	95.1%	99.8%	99.5%	95.0%
销量（吨）	7447	8196	9301	10469	11508	11916
yoy	-3.5%	10.1%	13.5%	12.6%	9.9%	3.5%
销售单价（元/Kg）	91.9	93.1	86.1	85.8	90.2	100

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
yoy	7.2%	1.3%	-7.5%	-0.5%	5.2%	10.9%
销售收入（百万元）	684.5	763.1	801.3	897.8	1038.4	1192
yoy	3.4%	11.5%	5.0%	12.0%	15.7%	14.8%
毛利率	61.5%	61.9%	62.0%	61.5%	63.2%	62.3%
yoy	3.3%	0.4%	0.1%	-0.5%	1.7%	-0.9%

资料来源：公司公告、招商证券

表 17：广州酒家速冻业务产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产量（吨）	11091	11806	14935	16767	20604	25576
产销率	96.8%	98.1%	92.6%	100.0%	98.1%	97.6%
销量（吨）	10735	11582	13823	16774	20209	24972
yoy	8.8%	7.9%	19.4%	21.3%	20.5%	23.6%
销售单价（元/Kg）	17.8	17.8	18.7	18.6	20.3	22
yoy	3.9%	0.0%	5.1%	-0.6%	10.4%	9.1%
销售收入（百万元）	191.0	206.1	258.5	316.1	410.4	553.2
yoy	13.0%	7.9%	25.5%	22.3%	29.9%	34.8%
毛利率	30.9%	30.5%	33.2%	32.9%	36.9%	37.1%
yoy	3.3%	-0.3%	2.7%	-0.3%	4.0%	0.2%

资料来源：公司公告、招商证券

广酒 Q1 受疫情影响，餐饮下滑速冻高速增长。20Q1 公司收入持平，其中餐饮收入 8429 万元/下滑 54%，主要是受疫情影响，公司旗下部分餐饮门店 1 月 24 日-2 月 23 日暂停营业；月饼收入 931 万元/增长 105%，速冻食品 2.24 亿元/增长 50%，其他食品 2.1 亿元/增长 12%。Q1 扣非业绩下滑 70%，主要是餐饮业务有较多固定成本。

海底捞餐厅增量提效，全年业绩增长 42%。2019 年公司收入增长 56.5%，归母净利润增长 42.5%，其中餐厅经营收入 255.9 亿元/增长 55.2%，主要是：1) 2019 年新开 308 家餐厅；2) 人均消费提升至 105.2 元/增长 4.1%；外卖业务 4.5 亿元/增长 39%，主要是外卖订单数量上升；调味料及食材业务收入 4.9 亿元/增长 220%。

表 18：海底捞收入及归母净利润（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
餐厅经营	56.5	76.4	103.9	164.9	255.9
yoy		35%	36%	59%	55%
外卖业务	0.7	1.5	2.2	3.2	4.5
yoy		97%	50%	48%	39%
销售调味品及食材产品	0.3	0.3	0.3	1.5	4.9
yoy		-12%	17%	409%	220%
总收入	57.6	78.1	106.4	169.7	265.6
yoy		36%	36%	60%	56%
归母净利润	2.7	7.4	10.3	16.5	23.5
yoy		169%	40%	60%	42%

资料来源：公司公告、招商证券

海底捞翻台率略有下降，同店销售小幅增长。2019 年公司开业餐厅 308 家，关闭餐厅 6 家，净开业 302 家，较 2018 年（净开业 193 家）大幅提升。2019 年公司餐厅翻台率 4.8 次/下降 0.2 次，主要是新开门店翻台率 4.1 次/下降 0.4 次。同店日均销售达 14.3

万元/小幅增长 1.6%，主要是人均消费提升。

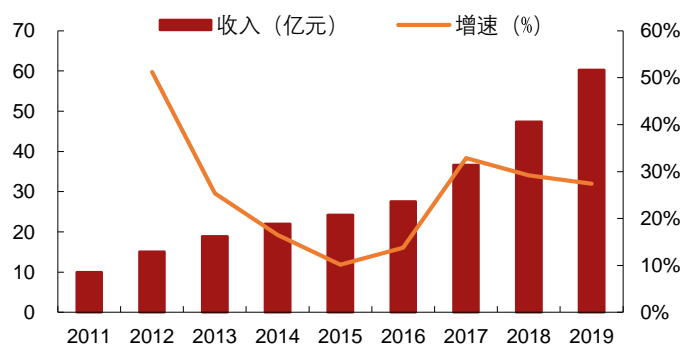
表 19：海底捞 2019 年经营情况

	2015	2016	2017	2018	2019	YOY
整体翻台率（次/日）	4.0	4.5	5.0	5.0	4.8	-0.2
——新开餐厅	4.1	4.8	4.6	4.5	4.1	-0.4
——现有餐厅	4.0	4.5	5.1	5.2	4.9	-0.3
整体人均消费（元）	91.8	94.5	97.7	101.1	105.2	4.1%
同店日均销售（万元）				14.04	14.26	1.6%

资料来源：同店包括比较期间开始前开始运营且于 2018 年及 2019 年营业超过 300 天的餐厅。公司公告、招商证券

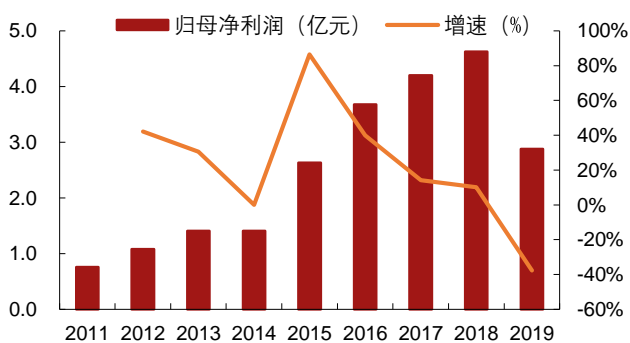
呷哺呷哺收入持续快速增长，成本上涨致业绩增速放缓。2019 年公司收入增长 27.4%，主要是：1) 2019 年净开业 190 家餐厅，2) 调味品产品收入增长 55.2%。公司餐厅层面经营利润减少 17.4%，归母净利润减少 37.7%，主要受 16 号会计准则和调整关闭部分餐厅影响。

图 114：呷哺呷哺收入持续增长



资料来源：公司公告、招商证券

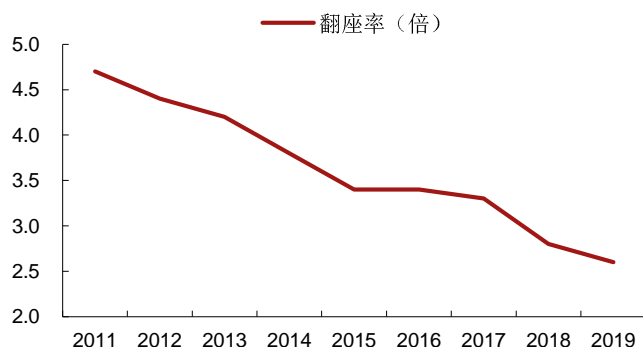
图 15：呷哺呷哺利润增速放缓



资料来源：公司公告、招商证券

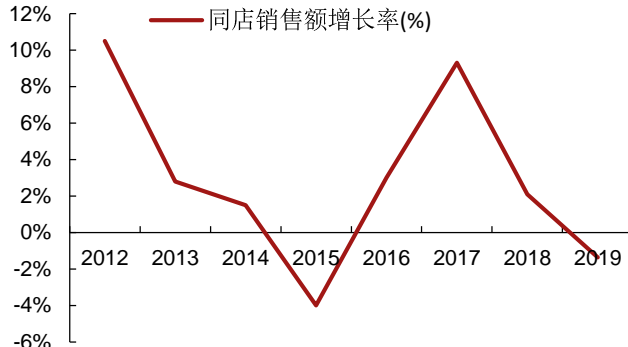
呷哺翻座率下滑客单价提升，同店销售小幅减少。2019 年公司开业餐厅 243 家，包括 189 家呷哺呷哺和 54 家凑凑，由于调整优化关闭餐厅 53 家，净开业 190 家，较 2018 年（净开业 175 家）有所提升。2019 年公司餐厅翻座率 2.6 次/同比下降 0.2 次，或因开店提速以及外卖业务发展，北京以外地区餐厅收入占比提升至约 56.8%，顾客人均消费 55.8 元/增长 4.69%，公司同店销售额 442 万元/同比下降 1.4%。

图 16：呷哺呷哺整体翻座率持续走低



资料来源：公司公告、招商证券

图 17：呷哺呷哺同店销售额小幅减少



资料来源：公司公告、招商证券

九毛九业绩表现亮眼，收入利润增长迅速。2019 年公司收入增长 42%，归母净利润增

长 136%，其中餐厅经营收入 24.4 亿元/增长 44.6%，主要是因为：1) 餐厅网络迅速扩张，尤其是太二门店数接近翻番；2) 各品牌客单价全面提升。

表 20：九毛九集团收入及归母净利润（亿元）

	2016	2017	2018	2019	YOY
九毛九	10.9	12.0	13.3	13.7	3%
收入占比	93.8%	81.9%	70.5%	51%	-19.5%
太二酸菜鱼	0.7	2.4	5.4	12.8	137%
收入占比	5.8%	16.6%	28.5%	47.5%	19%
其他品牌	0.04	0.22	0.19	0.39	105.3%
收入占比	0.4%	1.5%	1.0%	1.4%	0.4%
总收入	11.6	14.7	18.9	26.9	
YoY		26.2%	28.8%	42%	
归母净利润	0.5	0.7	0.7	1.6	
YoY		28.9%	4.2%	136.1%	

资料来源：公司公告、招商证券

太二门店净增 61 家，主力品牌同店小幅提升。2019 年公司旗下品牌九毛九/太二/2 颗鸡蛋煎饼/怂/那末大叔是大厨分别净增-4/61/36/1/1 家门店，公司餐厅总数达 336 家/增长 39.4%。翻台率方面，2019 年公司旗下品牌九毛九/太二翻台率分别为 2.3/4.8，客单价分别增长 9.4%/4.2%，同店销售额分别为 11.4/4.6 亿元，同比增长 0.2%/4.1%。

表 21：九毛九集团 2019 年经营情况

	2016	2017	2018	2019	YOY
翻台率（次/日）					
——九毛九	2.5	2.4	2.4	2.3	-0.1
——太二酸菜鱼	3.6	4.5	4.9	4.8	-0.1
——怂				4.2	
——那末大叔是大厨				1.9	
客单价（元）					
——九毛九	48	52	53	58	9.4%
——太二酸菜鱼	65	69	72	75	4.2%
——两颗鸡蛋煎饼（自营）			20	21	5.0%
——两颗鸡蛋煎饼（加盟）			18	20	11.1%
——怂				56	
——那末大叔是大厨				132	
同店销售额增长（%）					
——九毛九		8.2%	4.4%	0.2%	-4.2%
——太二酸菜鱼		32.3%	7.7%	4.1%	-3.6%
经营利润率（%）					
——九毛九	16.2%	16.6%	17.3%	17.7%	0.4%
——太二酸菜鱼	30.1%	22.3%	18%	21.5%	3.5%

资料来源：公司公告、招商证券

七、投资建议：财报表现分化，关注疫后消费复苏

免税龙头韧性十足，线上渠道促销售增长。Q1 因计提机场租金利润微亏，但三亚业务恢复迅速，机场也通过直邮降低疫情影响。展望 2020 年：1) 疫情带来的短期政策宽松以及促销有望帮助销售反弹；2) 疫情倒逼政策利好，国人市内店和海南离岛免税政策有望放宽；3) 国人免税消费渗透率和内购比例非常低，随着市内店政策的推出、免税运营商的发展以及本土品牌的崛起，海外免税消费将不断回流，继续看好：**中国国旅**。

景区估值较低，疫情后消费复苏有望受益。景区 2 月底以来陆续恢复营业，当前估值普遍较低，疫情过后政府出台促消费政策，出境游受限利好国内游，五一过后国内游有望逐渐恢复。民营类、拥有异地扩张能力的公司更具备成长价值，宋城将推出杭州宋城演艺谷联票 399 元/人一日票，上海、西安项目今年开业，打开城市演艺的新市场，还有未来打造的演艺集群，将驱动业绩成长，**继续推荐：宋城演艺**。

产能释放渠道扩张，看好广酒持续增长。今年中秋节与国庆节重合是月饼大年，湘潭项目释放产能提升销量；同时梅州项目建成投产后，速冻和腊味的产能有望释放；公司积极完善线上线下渠道，有望加速打开非广州和广东省外的市场，作为区域龙头，公司未来成长空间广阔。**继续推荐：广州酒家**。

表 22：重点公司业绩及估值表（截至 2020 年 4 月 30 日）

公司名称	股价	每股收益				市盈率（倍）				评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
宋城演艺	29.83	0.89	0.92	0.42	1.12	33.66	32.34	71.24	26.74	强烈推荐-A
广州酒家	29.04	0.95	0.95	0.89	1.23	30.56	30.54	32.54	23.52	强烈推荐-A
中国国旅	91.30	1.59	2.37	0.56	2.84	57.60	38.51	163.22	32.09	强烈推荐-A
中青旅	10.50	0.83	0.78	0.56	0.89	12.72	13.38	18.83	11.76	强烈推荐-A
首旅酒店	16.36	0.88	0.90	-0.11	1.05	18.69	18.09	-150.12	15.59	审慎推荐-A
锦江股份	29.32	1.13	1.14	0.85	1.36	25.95	25.72	34.49	21.56	审慎推荐-A
黄山旅游	8.49	0.78	0.46	0.29	0.48	10.89	18.46	29.49	17.73	审慎推荐-A
峨眉山 A	6.14	0.40	0.43	0.23	0.43	15.41	14.31	27.19	14.42	审慎推荐-A

资料来源：wind、招商证券

风险提示：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梅林：社会服务业首席分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券，带领团队获得 2018、2019 年 Wind 金牌分析师餐饮旅游行业第五名、第一名，2019 年新浪金麒麟社会服务行业新锐分析师第二名，2019 年金牛奖最佳行业分析团队休闲服务行业第二名。

李秀敏：社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税、餐饮板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。