

## 交通运输/餐饮旅游

行业研究/专题报告

# 凛冬已过，复苏在途

——航旅板块年报一季报总结

专题研究报告/交通运输&餐饮旅游

2020年05月08日

### 报告摘要：

#### ● 业绩回顾：疫情冲击下，行业全面承压

**社服：业绩整体放缓，1Q20 受损严重。**2019 年休闲旅游板块（申万）营收 1414.58 亿元/+0.98%，归母净利 87.42 亿元/-8.95%，扣非归母净利润 65.64 亿元/-2.02%。从细分板块扣非净利增速排序看，免税（22%）>酒店（20%）>自然景点（-2%）>人工景点（-6%）。由于板块内公司成本较为刚性，疫情冲击下 1Q20 行业出现全面性亏损，仅宋城演艺、锦江酒店等公司依托政府补贴和资产处置受益维持盈利。

**交运：我们重点跟踪的机场、航空板块 2019 年归母净利实现增长。**其中，航空（+23%）>机场（+9%）。1Q20 整个出行环节行业需求受冲击严重，同时由于行业成本刚性特征明显，航空全行业出现亏损，机场板块中仅上海机场、厦门空港维持盈利。

#### ● 子板块展望：免税仍具韧性，其他出行板块等待需求恢复

**免税：疫情加速商业模式迭代，静待政策红利释放。**虽然一季度疫情基本扼杀了国人出境需求，但受益于补购+直邮等类跨境电商模式的推出，中国免税业销售仅在 2 月-3 月短暂受到疫情冲击，3 月底开始类跨境电商模式的出现，驱动主要渠道销售额开始恢复至疫情水平。中长期看，中国免税业成长空间未变，市内、离岛、机场三大渠道仍有政策红利尚未释放。

**机场：疫情一次性影响不改长期逻辑。**短期而言，机场作为刚性成本占比最高的行业，基本面受疫情冲击最大，尤其是新增产能推高折摊固定成本。进入二季度，伴随国内复工复产推进，国内航线供需逐步恢复有望推动板块估值修复。中长期看，枢纽机场免税业务空间仍存，目前上海机场、白云机场估值亦处于底部区域，未来存在可观修复空间。

**航空：估值底部，Q2 国内航线有望开启复苏。**进入 4 月后，伴随全国复工复产推进以及北京解禁，我们预计目前航司运力供给已恢复至去年同期 5 成，需求端恢复至去年同期 4 成，而由于疫情影响以及海外飞机制造商生产受困，2020-2021 年中国民航业飞机引进计划速度将大幅放缓，一旦需求恢复正常而运力增长受限，航空股受供需结构改善影响，有望迎来估值修复。与此同时，二季度航空公司现金流大幅好转，净资产逐步做实，PB 估值具备更好参考性。目前，国航/东航/南航以最近一个季度净资产计算的 PB 估值分别为 1.14/1.12/1.08 倍，从历史估值看，已接近 1X PB 的底部区域。

**酒旅：国内商旅需求开启复苏，酒店、景区基本面有望率先改善，出境游预计仍将承压。**伴随国内复工复产推进，以及各地响应等级下调，我们认为短期商旅活动及居民短途游有望迎来复苏。“五一”期间，国内旅游人次约 1.14 亿人次，超出 OTA 机构此前对五一假期居民出游人次预测，侧面映了居民的出行意愿依然高涨。但对于出境游而言，我们认为受困于海外疫情现状，以及各国对国际航线管制，预计出境需求复苏仍需较长时间等待。

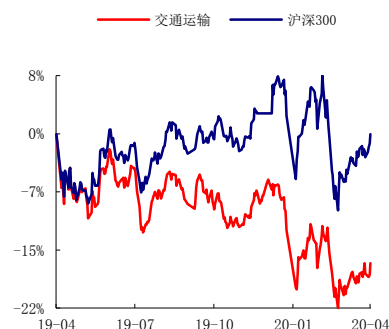
#### ● 投资建议

整体而言，我们判断二季度行业仍将以估值修复为主线，我们推荐排序为：（1）免税：行业受益于新零售模式，复苏将最为领先；（2）机场：上海机场、白云机场、深圳机场；（3）大航 PB 触底，推荐中国国航、东方航空、南方航空；（4）优质景区公司内生外延扩张，推荐宋城演艺、天目湖、峨眉山 A。建议关注首旅酒店、锦江酒店。

### 推荐

维持评级

#### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

#### 相关研究

1.行业周（月）报：二季度行业景气度有望逐步复苏

2.行业周（月）报：短期免税、快递景气度相对更优，航空环比改善

### ● 风险提示

疫情二次扩散风险；经济复苏不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 代码     | 重点公司  | 现价<br>5月7日 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级   |
|--------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |       |            | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |      |
| 300144 | 宋城演艺  | 29.57      | 0.92  | 0.64  | 1.05  | 32.1  | 46.2  | 28.2  | 推荐   |
| 603136 | 天目湖   | 22.75      | 1.07  | 0.46  | 0.96  | 21.3  | 49.5  | 23.7  | 推荐   |
| 000888 | 峨眉山 A | 5.91       | 0.43  | 0.18  | 0.54  | 13.8  | 32.8  | 10.9  | 推荐   |
| 600258 | 首旅酒店  | 16.36      | 0.90  | 0.19  | 1.00  | 23.0  | 84.2  | 15.8  | 未评级  |
| 600754 | 锦江酒店  | 29.32      | 1.14  | 0.76  | 1.41  | 25.2  | 37.2  | 20.4  | 未评级  |
| 600115 | 东方航空  | 4.21       | 0.20  | 0.03  | 0.45  | 21.1  | 140.3 | 9.4   | 推荐   |
| 601111 | 中国国航  | 6.89       | 0.44  | 0.05  | 0.55  | 15.7  | 137.8 | 12.5  | 推荐   |
| 600029 | 南方航空  | 5.16       | 0.22  | 0.05  | 0.55  | 23.5  | 103.2 | 9.4   | 推荐   |
| 600009 | 上海机场  | 68.40      | 2.61  | 1.39  | 2.92  | 26.2  | 49.2  | 23.4  | 推荐   |
| 600004 | 白云机场  | 14.03      | 0.44  | 0.13  | 0.59  | 31.9  | 107.9 | 23.8  | 推荐   |
| 000089 | 深圳机场  | 9.72       | 0.29  | 0.14  | 0.49  | 33.5  | 69.4  | 19.8  | 谨慎推荐 |

资料来源：所列各公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测

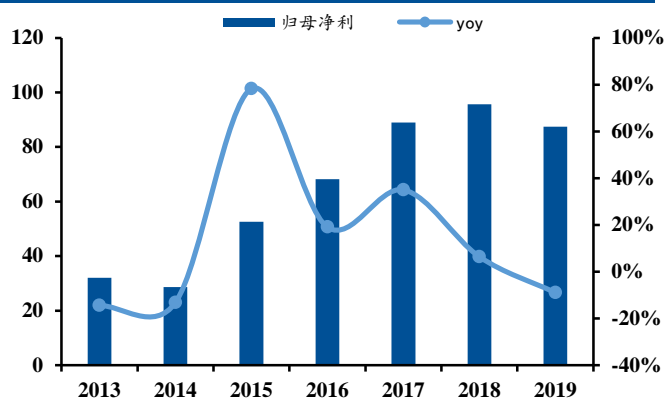
## 目录

|  |    |
|--|----|
| 一、业绩回顾：疫情冲击下，行业全面承压.....                 | 4  |
| 二、免税：疫情加速商业模式迭代，静待政策红利释放.....            | 6  |
| 三、机场：疫情一次性影响不改长期逻辑.....                  | 8  |
| 四、航空：业绩承压，Q2 国内航线有望开启复苏 .....            | 11 |
| 五、酒旅行业承压，疫情后国内出行相关板块有望复苏.....            | 15 |
| （一）酒店：危机共存，行业整合升级关键期 .....               | 15 |
| （二）出境游：2019 年目的地分化，预计 2020 年行业短暂休克 ..... | 16 |
| （三）景区：优质景区增长稳健，业绩成长仍有空间 .....            | 18 |
| 六、风险提示 .....                             | 21 |
| 插图目录 .....                               | 22 |
| 表格目录 .....                               | 23 |

## 一、业绩回顾：疫情冲击下，行业全面承压

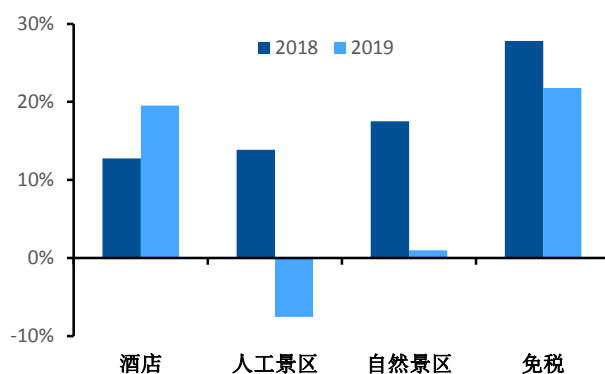
**社服：业绩整体放缓，1Q20 受损严重。**2019 年休闲旅游板块（申万）营收 1414.58 亿元/+0.98%，归母净利 87.42 亿元/-8.95%，扣非归母净利润 65.64 亿元/-2.02%。从细分子板块扣非净利增速排序看，免税（22%）>酒店（20%）>自然景点（-2%）>人工景点（-6%），其中免税行业增长与行业维持高景气及并表因素相关，酒店板块利润端表现良好，但行业经营指标承压，景气下行，利润增长主要来源于投资收益及资产处置等非经营性因素。从 1Q20 情况看，由于板块内公司成本较为刚性，行业出现全面性亏损，仅宋城演艺、锦江酒店等公司依托政府补贴和资产处置受益维持盈利。

图 1：休闲旅游（申万）上市公司归母净利（单位：亿）



资料来源：Wind，民生证券研究院

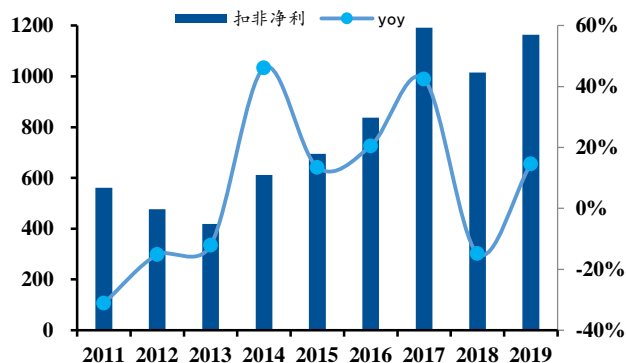
图 2：行业细分子板块扣非净利增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

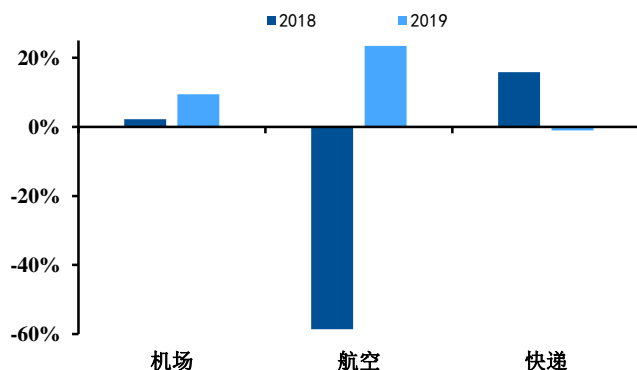
**交运：2019 年航空景气下滑，机场业绩受产能扩建周期影响。**2019 年申万交通运输板块扣非净利同比增 15%，细分子板块中航空（+23%）>机场（+9%）>快递（-1.0%）。其中，我们重点覆盖的航空业景气度在 2019 年下滑，其扣非净利增长主要与海航投资收益增长带来的减亏相关。机场板块受产能扩建周期影响，整体业绩增速亦有明显放缓。1Q20 整个出行环节行业需求受冲击严重，同时由于行业成本刚性特征明显，航空全行业出现亏损，机场板块中仅上海机场、厦门空港维持盈利。

图 3：交通运输（申万）上市公司扣非净利（单位：亿）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：航空及机场上市公司归母净利增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：航旅板块重点上市公司年报、一季报业绩概览

| 子版块  | 公司名称  | 1Q19           |      | 2Q19           |       | 3Q19           |       | 4Q19           |        | 1Q20           |       |
|------|-------|----------------|------|----------------|-------|----------------|-------|----------------|--------|----------------|-------|
|      |       | 归母净利润<br>( 亿 ) | YoY  | 归母净利润<br>( 亿 ) | YoY   | 归母净利润<br>( 亿 ) | YoY   | 归母净利润<br>( 亿 ) | YoY    | 归母净利润<br>( 亿 ) | YoY   |
| 航空   | 中国国航  | 27.2           | 4%   | 4.2            | -50%  | 36.2           | 4%    | -3.5           | -189%  | -48.1          | -276% |
|      | 东方航空  | 20.1           | 1%   | -0.6           | -121% | 24.2           | 10%   | -11.7          | -34%   | -39.3          | -296% |
|      | 南方航空  | 26.5           | 4%   | -9.6           | 136%  | 23.9           | 17%   | -14.3          | 20%    | -52.6          | -299% |
|      | 吉祥航空  | 4.0            | -7%  | 1.8            | -4%   | 6.6            | -19%  | -2.4           | 20%    | -4.9           | -223% |
|      | 春秋航空  | 4.7            | 23%  | 3.8            | 11%   | 8.6            | 26%   | 1.2            | 35%    | -2.3           | -148% |
|      | 海航控股  | 11.4           | -15% | -6.4           | -19%  | 1.1            | -40%  | -0.7           | -98%   | -62.9          | -652% |
| 机场   | 上海机场  | 13.9           | 37%  | 13.1           | 30%   | 13.0           | 16%   | 10.4           | -5%    | 0.8            | -94%  |
|      | 白云机场  | 2.2            | -48% | 2.0            | -24%  | 1.4            | -33%  | 4.3            | 103%   | -0.6           | -128% |
|      | 深圳机场  | 1.7            | 10%  | 1.3            | -36%  | 1.7            | -17%  | 1.1            | 24%    | -1.2           | -170% |
|      | 厦门空港  | 1.2            | 6%   | 1.4            | 2%    | 1.4            | 7%    | 1.2            | -4%    | 0.0            | -97%  |
| 免税   | 中国国旅  | 23.1           | 99%  | 9.7            | 28%   | 9.2            | 17%   | 4.3            | 11%    | -1.2           | -105% |
| 酒店   | 首旅酒店  | 0.7            | -2%  | 2.9            | 11%   | 3.5            | -24%  | 1.7            | 199%   | -5.3           | -811% |
|      | 锦江股份  | 3.0            | 28%  | 2.7            | 0%    | 3.1            | -17%  | 2.2            | 4%     | 1.7            | -42%  |
| 快递   | 顺丰控股  | 12.6           | 28%  | 18.4           | 50%   | 12.1           | 57%   | 14.9           | -6%    | 9.1            | -28%  |
|      | 韵达股份  | 5.7            | 40%  | 7.3            | 22%   | 6.6            | -33%  | 6.9            | -4%    | 3.3            | -41%  |
|      | 申通快递  | 4.1            | 7%   | 4.3            | -13%  | 2.7            | -63%  | 3.0            | -31%   | 0.6            | -86%  |
|      | 圆通速递  | 3.7            | 16%  | 5.0            | 2%    | 5.1            | 14%   | 2.9            | -55%   | 2.7            | -26%  |
| 出境游  | 众信旅游  | 0.6            | -1%  | 0.5            | -38%  | 0.0            | -94%  | -0.5           | -75%   | -0.3           | -145% |
|      | 凯撒旅游  | 0.3            | 8%   | 0.3            | -34%  | 1.5            | -35%  | -0.9           | -23%   | -0.6           | -312% |
|      | 腾邦国际  | 0.2            | -66% | -0.5           | -133% | -1.0           | -250% | -14.4          | 1043%  | -0.7           | -437% |
|      | 岭南控股  | 1.1            | 193% | 0.7            | 11%   | 0.6            | -7%   | 0.2            | -51%   | -0.6           | -155% |
| 人文景区 | 宋城演艺  | 3.7            | 15%  | 4.1            | 21%   | 4.8            | 1%    | 0.7            | -50%   | 0.5            | -87%  |
|      | 中青旅   | 0.6            | -35% | 3.2            | 4%    | 1.6            | 15%   | 0.2            | -54%   | -2.0           | -409% |
|      | 大连圣亚  | -0.1           | -4%  | 0.2            | -6%   | 0.7            | -21%  | -0.3           | -7%    | -0.2           | 181%  |
|      | 曲江文旅  | 0.3            | 2%   | 0.3            | -17%  | 0.4            | -11%  | -0.6           | 54%    | -0.7           | -322% |
| 自然景区 | 黄山旅游  | 0.2            | -70% | 1.4            | 3%    | 1.7            | -17%  | 0.0            | -97%   | -0.8           | -428% |
|      | 峨眉山 A | 0.2            | 5%   | 0.6            | 12%   | 1.1            | 11%   | 0.4            | -1%    | -1.0           | -595% |
|      | 桂林旅游  | -0.02          | -12% | 0.1            | -62%  | 0.5            | -9%   | 0.0            | -97%   | -0.7           | 3347% |
|      | 三特索道  | -0.4           | 42%  | 0.0            | -99%  | 0.6            | -11%  | -0.1           | -73%   | -0.8           | 101%  |
|      | 天目湖   | 0.2            | -15% | 0.4            | 23%   | 0.6            | 34%   | 0.1            | 2%     | -0.3           | -276% |
|      | 西藏旅游  | -0.1           | -67% | 0.2            | 109%  | 0.2            | -52%  | 0.0            | -1189% | -0.2           | 145%  |
|      | 九华旅游  | 0.4            | 28%  | 0.4            | 40%   | 0.3            | 33%   | 0.1            | -17%   | -0.3           | -170% |
|      | 长白山   | -0.3           | -21% | 0.0            | -116% | 1.1            | -11%  | -0.1           | -27%   | -0.3           | 17%   |
|      | 丽江旅游  | 0.4            | -23% | 0.6            | -14%  | 0.9            | 3%    | 0.2            | -266%  | -0.2           | -161% |
|      | 张家界   | -0.1           | -44% | 0.2            | -53%  | 0.3            | -9%   | -0.3           | 1%     | -0.4           | 343%  |

资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

## 二、免税：疫情加速商业模式迭代，静待政策红利释放

2019 年全球免税业继续保持快速增长，中国旅客仍是主要购买力。根据 Generation Research，2019 年 1-9 月全球免税及旅游零售额 635 亿美元/+11.1%。其中，亚太地区仍是主要增长引擎，2019 年 1-9 月亚太地区的免税及旅游零售销售额同比增长 21%。虽然 3Q19 地缘政治因素对区域内免税销售构成阻碍，但 Generation Research 预测 2019 年全球免税及旅游零售销售规模将达到 818 亿美元/+7.8%，增速仅较 2018 年略放缓 1pct。从亚太区域内看，韩国市场免税销售额同比增长 24%，其中中国旅客（主要是代购）贡献的销售额预计超过 800 亿元人民币。

中国免税渠道经营效率提升，2019 年国民境内免税购物转化率取得增长。我们预计中国免税业 2019 年销售规模超过 500 亿元（其中中免销售额 460 亿元），同比增长 26%+。其中，转化率提升带来的客单价增长（客单价=转化率\*客均免税消费支出）是驱动行业增长的主要因素，我们认为这一趋势主要受益于供需两端均出现了积极因素（中高端化妆品景气周期+品牌方重视程度提升+运营商运营效率提高）。我们估算 2019 年国民境内免税购物人次约 2200 万人次，其中离岛免税购物人次 384 万人次/+33%，渗透率约 12.8%；机场渠道购物人次约 1820 万人次，渗透率（购物人次/国际及港台旅客人次）约 21%，均较 2018 年有明显提升。但对标韩国市场，我国免税渠道的购物转化率未来仍有较大的提升空间：2019 年韩国居民免税购物人次为 2842 万人次，不同渠道渗透率分别为离岛 47%、机场 49%。中长期角度看，我们认为受益于免税、有税渠道的价差空间，当供给端的一系列限制得到放松后，国人境内免税购物的渗透率将是一个长期提升的趋势：（1）国人市内免税政策；（2）机场口岸免税经营面积扩大，免税购物限额提升，精品品牌&数量增加。

运营商层面，龙头公司规模继续保持快速扩张。国旅 2019 年实现免税品销售额 458 亿元/+38%，扣非净利 38 亿元/+22%。分渠道看：

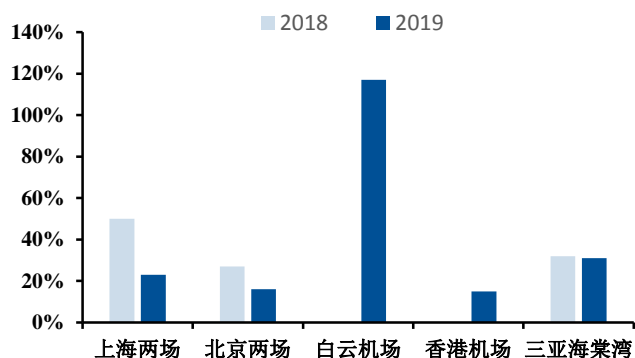
（1）核心机场渠道：营收 280 亿元/+26%（可比口径）。其中，上海两场/北京 T2、T3+大兴（9 月运营）/白云机场/香港机场实现营收 151/86/19/24 亿元，同比增长 23%/16%/117%/15%；客单价各增 23%/15%/87%/19%。

（2）三亚海棠湾：免税品营收 102 亿/+31%，购物人次 217 万人次/+28%，客单价 4823 元/+2%，进店转化率 30%/+2pct，以三亚+海口机场旅客吞吐量为基础的渗透率 9.8%/+2pct。

（3）其他渠道及批发：营收约 69 亿/+126%，主要因公司整合海免的采购，以及部分二线机场销售增长。

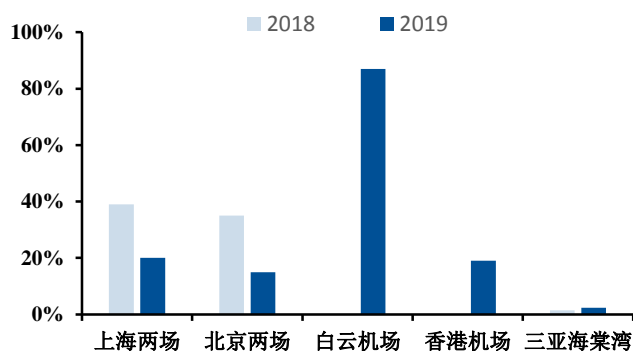


图 5：国旅分渠道销售增速变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

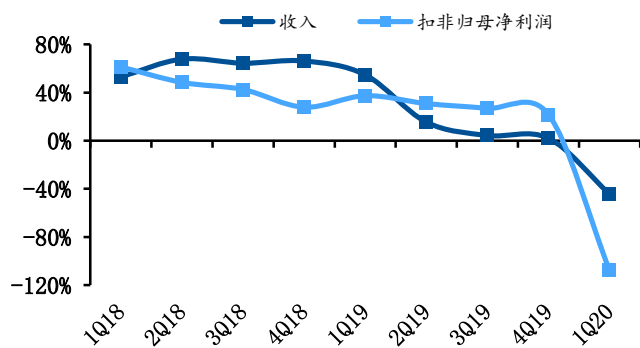
图 6：国旅分渠道客单价增速变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

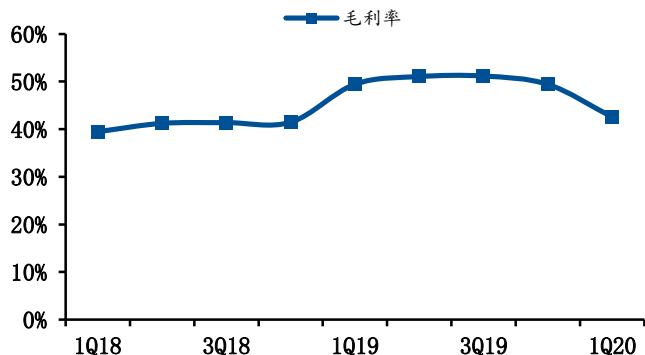
**毛利率：汇率、促销叠加疫情影响，短期波动增大。**受人民币汇率波动，以及 2H19 海南大促影响，2019 年国旅免税品毛利率较 18 年下滑 3pct 至 50%，尤其 Q4 公司毛利率降至 44%，虽同比+3pct，但与前三季度 50%左右的毛利率相比下滑明显。1Q20 公司毛利率进一步下滑至 42.6%/-7pct，主要因直邮模式和离岛补购销售模式下免税品需缴纳部分税费，同时公司针对部分高毛利商品及滞销品进行了较大力度的折扣活动。

图 7：国旅收入及业绩增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：国旅季度毛利率变动趋势



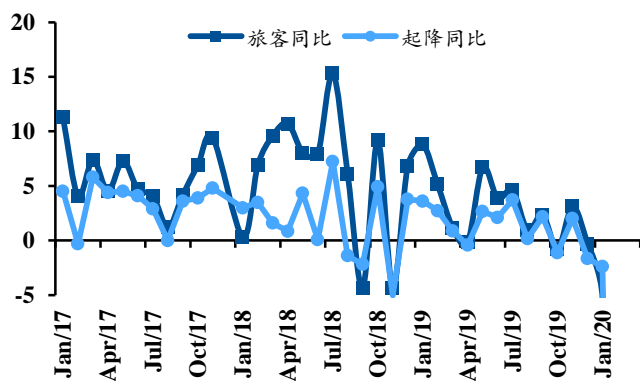
资料来源：Wind，民生证券研究院

中长期看，免税业增长动能未完全释放，积极关注 20 年政策落地进展。根据今年 3 月 13 日发改委、商务部等 23 部门发布的《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》，包括国人市内免税政策、机场渠道免税购限额提升&免税商业面积扩大等内容均被涵盖在内。同时近期机场、离岛免税渠道推出的新型旅游零售购物模式获得良好的市场反响，也证明免税渠道对拉动内需、促进消费具有重要推动作用。我们认为，中国免税业的本质仍是国家宏观调控下的一项微观实现手段，如今免税业在扮演过往引导消费回流的角色之外，正在被赋予促进消费扩容提质的新功能，未来政策的新一轮松绑有望在疫情结束之后逐步来临。

### 三、机场：疫情一次性影响不改长期逻辑

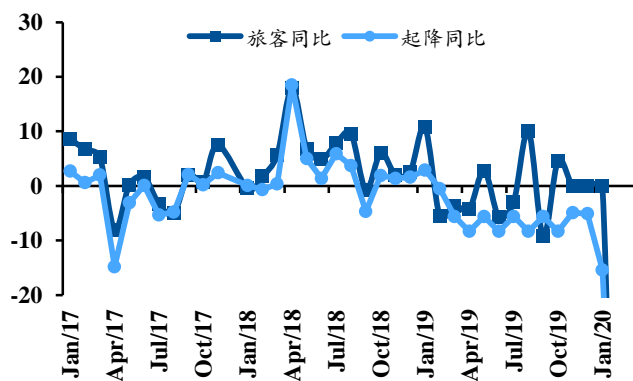
**业务量：2019 年广深机场时刻放量，上海机场受时刻+地缘政治影响业务量增速放缓。**2019 年，受民航局延续控总量政策影响，上海机场、白云机场、深圳机场起降架次增速各为 1.4%/2.9%/4.0%/-0.2%。其中白云机场、深圳机场因时刻放量，起降架次保持较快增长，但上海机场 2019 年时刻几无增长，起降架次出现负增。旅客吞吐量方面，上海机场、白云机场、深圳机场各增 2.9%/5.2%/7.3%。其中，上海机场地区旅客吞吐量受 3Q19-4Q19 港台地缘政治拖累，出现较大幅度下滑，对全年旅客吞吐量增速拖累明显；白云机场、深圳机场受益湾区旅客回流，以及时刻增长带来的架次增长，旅客吞吐量增速保持高速增长，尤其是国际线开拓加速，两机场国际旅客吞吐量均保持高速增长（白云+9%/深圳+30%+）。

图 9：上海机场生产经营指标增速（%）



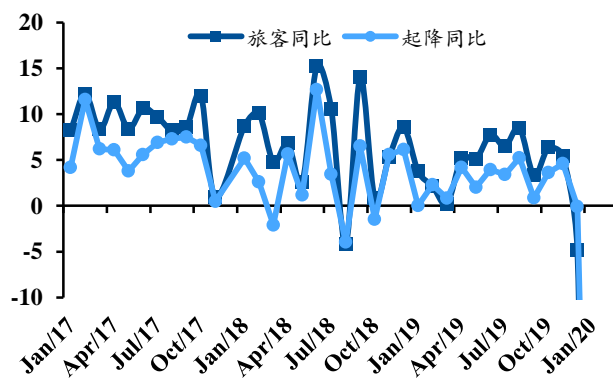
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：首都机场生产经营指标增速（%）



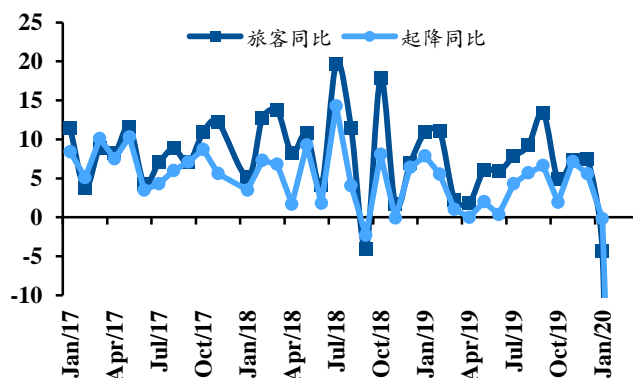
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：白云机场生产经营指标增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：深圳机场生产经营指标增速（%）



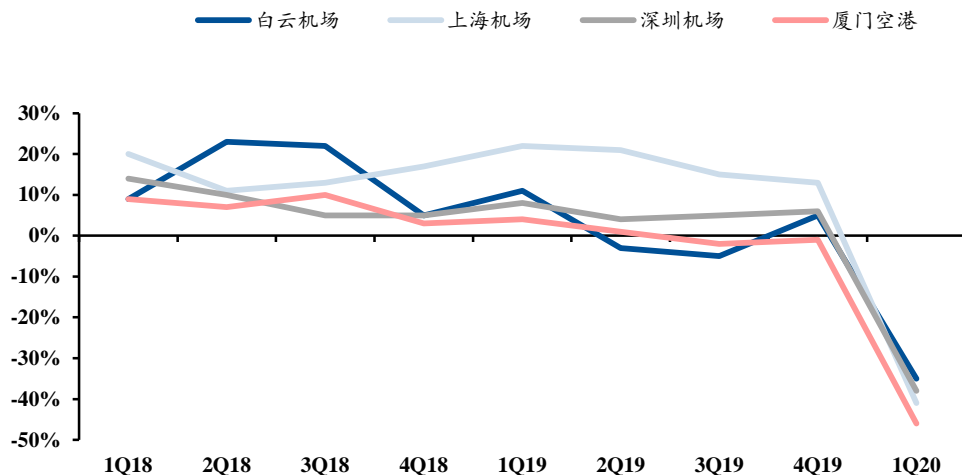
资料来源：Wind，民生证券研究院

**收入端：免税租金推动机场收入增长，地缘政治对行业 Q4 表现有较大影响。**2019 年上海机场/白云机场/深圳机场收入端同比各增 %/%（剔除民航发展基金返还）/%，上海机场与白云机场均受益于新一轮产能扩张以及免税租金增长的影响，收入端有不俗表现。其中，上海机场 2019 年非航收入增长 28%，占收入比重提升 5.3pct，增长幅度显著高于旅客吞吐量增幅，带动整体扣非归母净利润同比增长 18%；白云机场 2019 年实现免税销售收入 19 亿元/+117%，贡献租金收入近 7 亿元；深圳机场因广告相关收入减少，2019 年收入增长出现放缓。但 4Q19



受港台地缘政治风波影响，机场板块收入增速在内部出现分化。其中，上海机场 Q4 收入受影响较大，因地区旅客吞吐量下滑，免税销售增速放缓。而位于大湾区的广深机场则受益于部分旅客从香港机场回流至广深机场的趋势，4Q19 收入增速环比提升。

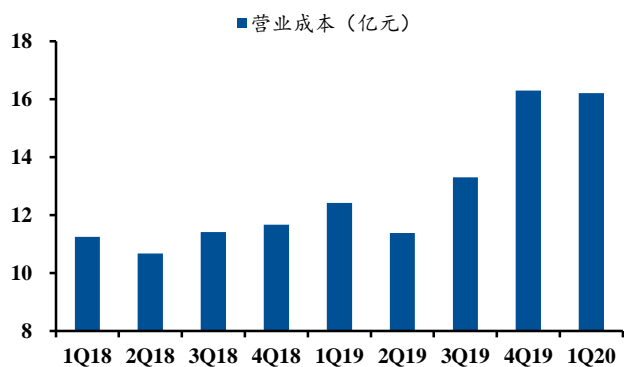
图 13：主要上市机场各季度收入增长情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

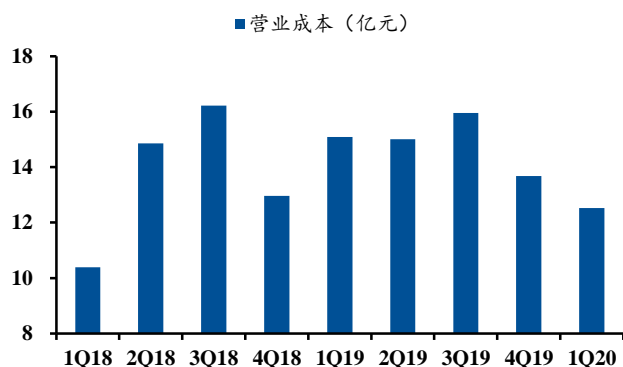
**成本端：新一轮产能扩张周期推动成本增长。**伴随国内主要机场改扩建推进，主要机场成本端均出现不同程度上升。其中，白云机场 T2 航站楼于 2018 年二季度正式投运，2019 年完整折旧年度下营业成本升 10% 至 59.7 亿；上海机场卫星厅于 2019 年三季度末投运，4Q19 营业成本环比增加 3 亿。

图 14：上海机场营业成本



资料来源：Wind，民生证券研究院

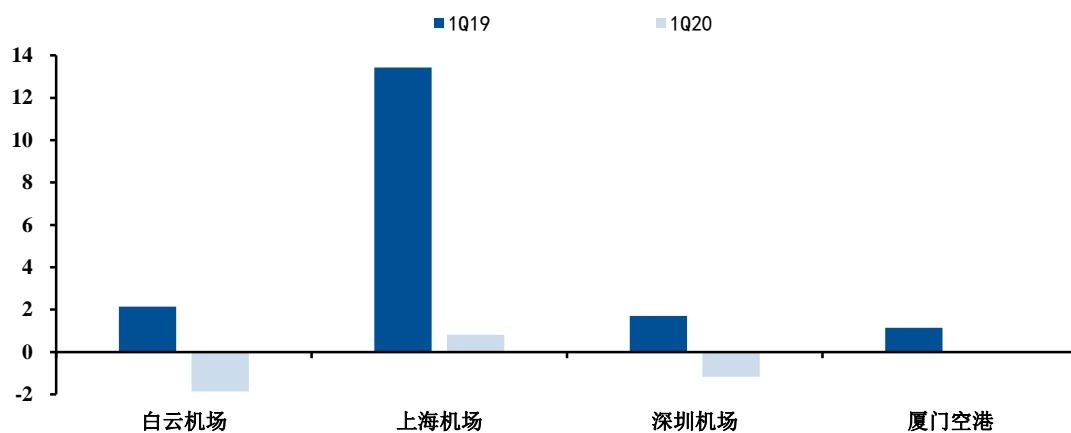
图 15：白云机场营业成本



资料来源：Wind，民生证券研究院

**1Q20 各机场业绩普遍大幅下滑，二季度复工复产后行业基本面有望迎来修复。**受新冠病毒肺炎疫情影响，1Q20 各机场客流大幅缩减，同时叠加机场对商户进行免租及增加防疫措施，行业成本刚性特征下，基本面受损严重。白云机场、深圳机场出现亏损，行业内仅上海机场和厦门空港维持盈利。短期看，在国内复工复产，尤其是北京解禁后，我们预计二季度国内机场业务量将出现明显复苏。五一期间浦东机场航班执行率已恢复至 50% 以上（进港 51%/出港 56%），较 Q1 疫情期间 20-30% 的执行率已有显著恢复。

图 16: A 股四家上市机场 1Q2 归母净利 (单位: 亿)

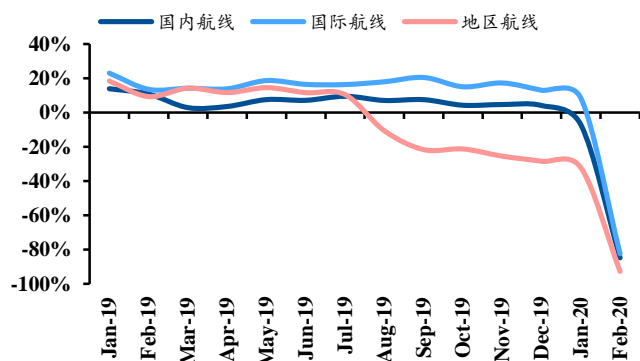


资料来源: 所列各公司公告, 民生证券研究院

## 四、航空：业绩承压，Q2 国内航线有望开启复苏

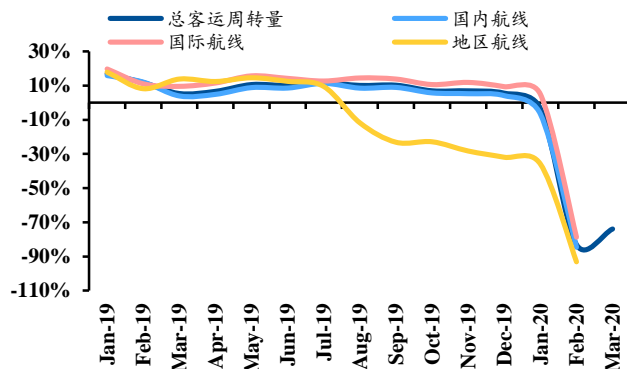
2019 年中国航空业整体需求放缓。2019 年民航业整体需求呈现前高后低走势，全民航 RPK/ASK 同比增速 9.4%/9.3%，增速较 2018 降 3pts；客座率与 2018 年基本持平，但 2H。分航线看，国际线需求表现全年优于国内，日韩旅游线路复苏对国际线人次增长贡献显著。

图 17：2019 年民航业运载人次增速



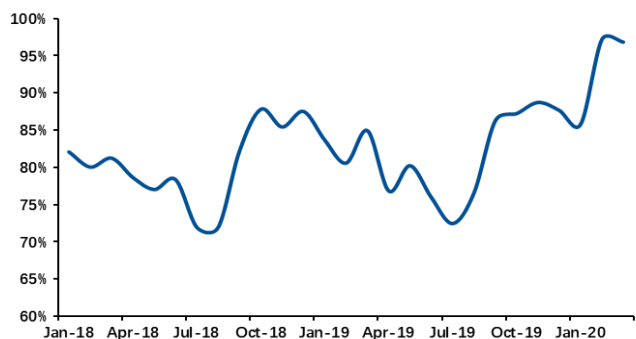
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：2019 年民航业分航线 RPK 增速



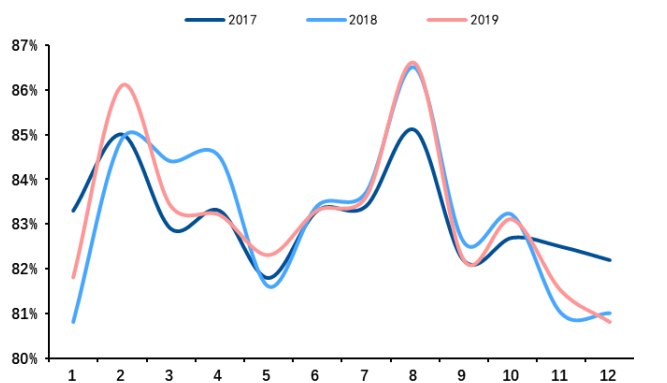
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：2019 年民航业航班正常率回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：2017-19 年民航业客座率变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

**收入端：需求放缓，票价承压。**2019 年，三大航营业收入合计增 4.1%。从客座率方面来看，去年同期表现最佳的东航于今年整体客座率降 0.3pct；国航/南航分别+0.4pct/+0.4pct。从客公里收益看，需求放缓的迹象明显，除南航优化国际航线带来客收回升外，国航/东航客收均现下滑。其中，2019 年国航/东航/南航国内航线客公里收益各跌 2.1%/3.8%/3.7%，充分体现了宏观经济放缓带来的商旅需求萎缩。国际线方面，2019 年国航/东航客公里收益各跌 1.7%/1.9%，南航因优化国际航线网络，客收同比持平。

表 2：三大航 2019 年收入指标

| 财务指标 (亿元) | 中国国航  | 东方航空  | 南方航空  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1362  | 1209  | 1543  |
| 同比        | -0.4% | 5.2%  | 7.4%  |
| 客座率       | 81.0% | 82.0% | 82.8% |

|           |        |         |        |
|-----------|--------|---------|--------|
| 同比        | 0.4pct | -0.3pct | 0.4pct |
| 客公里收入 (元) | 0.53   | 0.52    | 0.49   |
| 同比        | -2.2%  | -3.0%   | 0%     |
| 其中：国内     | -2.1%  | -3.8%   | -3.7%  |
| 国际        | -1.7%  | -1.9%   | 持平     |
| 地区        | -2.6%  | 1.9%    | 1.4%   |

资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

**成本端：降本增效持续推进，航油成本改善明显。**2019年，三大航营业成本合计增2.9%，其中航油成本合计降21.13亿/-1.8%，占营业成本比重为32%，较去年同期下降1.5pct，主要受益于航油价格下行所带来的积极影响。剔除油料成本后，三大航营业成本合计增5.2%，低于ASK增幅，主要是受益于成本管控加强以及宽体机增加、座位改造带来的单位成本削减，其中三大航单位ASK扣油成本降2.9%，国航单位ASK扣油成本降幅领先。

**表 3：三大航 2019 年成本比较**

| 财务指标 (亿元)       | 中国国航  | 东方航空  | 南方航空 |
|-----------------|-------|-------|------|
| 营业成本            | 1132  | 1072  | 1357 |
| 同比              | -1.6% | 4.7%  | 5.5% |
| 扣油成本            | 772   | 730   | 929  |
| 同比              | 0.8%  | 6.2%  | 8.4% |
| 单位 ASK 扣油成本 (元) | 0.27  | 0.27  | 0.27 |
| 同比              | -4.2% | -3.8% | -1%  |

资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

**利润端：油价下跌及汇兑损失收窄驱动扣非净利增长。**2019年，三大航扣非归母净利润合计降2%，比去年同期降幅大幅缩窄，主要因油价下及汇兑损失减少。但剔除汇兑损失后，国/东/南航利润总额分别下滑-20%/-10%/-11%。

**1Q20 疫情影响航空需求下跌触底，行业亏损严重，预计二季度起行业需求有望缓慢复苏。**受疫情影响，中国民航业 Q1 供需两端均出现大幅下滑，成本刚性特征下，上市航司亏损接近210亿元。从运营数据看，民营航司因规模较小，业务量降幅好于国有大航，其中春秋航空表现尤佳。进入4月后，伴随全国复工复产推进以及北京解禁，我们预计目前航司运力供给已恢复至去年同期5成，需求端恢复至去年同期4成，而由于疫情影响以及海外飞机制造商生产受限，2020-2021年中国民航业飞机引进计划速度也将大幅放缓，一旦需求恢复正常而运力增长受限，我们认为航空股有望迎来量价齐升的估值修复行情。

**表 4：2020 年 1-3 月航司生产经营数据同比变动 (%)**

| 航线 | 指标   | 年份   | 国航    | 东航    | 南航    | 海航    | 吉祥    | 春秋    |
|----|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 整体 | ASK  | 2020 | -42.2 | -44.4 | -42.9 | -61.7 | -34.3 | -22.2 |
|    |      | 2019 | 6.6   | 10.9  | 11.3  | 12.3  | 14.5  | 9.0   |
|    | RPK  | 2020 | -51.8 | -54.4 | -53.2 | -69.2 | -48.5 | -38.8 |
|    |      | 2019 | 7.0   | 12.0  | 11.9  | 10.5  | 14.1  | 12.7  |
|    | 客座率  | 2020 | -13.6 | -14.9 | -14.9 | -16.5 | -18.4 | -19.7 |
|    |      | 2019 | 0.3   | 0.8   | 0.5   | -1.4  | -0.3  | 3.0   |
|    | 运载人次 | 2020 | -51.8 | -57.1 | -53.7 | -70.8 | -48.2 | -40.0 |

|         |      |      |       |       |       |       |       |       |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内      | ASK  | 2019 | 6.4   | 10.9  | 9.4   | 9.1   | 16.8  | 12.6  |
|         |      | 2020 | -39.4 | -45.7 | -41.5 | -61.5 | -35.4 | -18.3 |
|         | RPK  | 2019 | 5.0   | 13.8  | 10.4  | 9.1   | 13.8  | 6.6   |
|         |      | 2020 | -49.7 | -56.1 | -52.0 | -70.3 | -48.4 | -36.0 |
|         | 客座率  | 2019 | 4.2   | 14.4  | 10.4  | 9.0   | 13.9  | 8.7   |
|         |      | 2020 | -14.1 | -15.9 | -14.9 | -20.4 | -17.3 | -20.1 |
|         | 运载人次 | 2019 | -0.6  | 0.5   | 0.0   | -0.1  | 0.1   | 1.8   |
|         |      | 2020 | -50.1 | -56.9 | -52.9 | -71.0 | -47.8 | -37.7 |
|         |      | 2019 | 4.1   | 11.4  | 8.7   | 8.3   | 15.7  | 8.8   |
|         |      | 2020 | -44.7 | -40.4 | -44.8 | -62.1 | -25.9 | -26.2 |
| 国际      | ASK  | 2019 | 8.8   | 5.9   | 13.4  | 24.2  | 17.5  | 12.3  |
|         |      | 2020 | -53.3 | -49.7 | -54.6 | -64.4 | -45.9 | -41.4 |
|         | RPK  | 2019 | 11.0  | 7.8   | 15.2  | 16.9  | 14.3  | 19.3  |
|         |      | 2020 | -12.4 | -12.7 | -14.9 | -4.3  | -22.1 | -18.7 |
|         | 客座率  | 2019 | 1.5   | 1.4   | 1.3   | -4.4  | -2.3  | 5.3   |
|         |      | 2020 | -55.1 | -54.5 | -55.7 | -67.3 | -47.2 | -42.8 |
|         | 运载人次 | 2019 | 16.7  | 8.4   | 13.6  | 19.4  | 24.2  | 21.5  |
|         |      | 2020 | -59.8 | -64.2 | -72.2 | -71.1 | -59.5 | -56.7 |
|         | ASK  | 2019 | 11.6  | 8.9   | 9.9   | -3.9  | 23.4  | 28.6  |
|         |      | 2020 | -70.0 | -73.3 | -79.9 | -80.7 | -75.4 | -67.1 |
| 港澳台（地区） | RPK  | 2019 | 16.1  | 9.7   | 14.2  | 8.7   | 22.7  | 39.5  |
|         |      | 2020 | -20.8 | -21.0 | -21.0 | -26.9 | -32.3 | -22.0 |
|         | 客座率  | 2019 | 3.2   | 0.7   | 2.9   | 9.4   | -0.5  | 7.2   |
|         |      | 2020 | -69.6 | -72.7 | -77.2 | -78.5 | -74.5 | -64.0 |
|         | 运载人次 | 2019 | 15.9  | 11.0  | 12.7  | 22.9  | 23.5  | 37.9  |

资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

**估值：融资能力未明显受损，PB 估值底部夯实。**疫情对航司经营性现金流影响显著，由于预订机票款退款等影响，航司经营性现金流普遍产生净流出，对净资产规模影响较大，1Q20 国航/东航/南航净资产环比减少 40 亿/44 亿/63 亿。进入二季度后，伴随旅客出行逐步恢复以及各项减税降费政策推出，我们预计航司现金净流出压力将较 Q1 明显缓解，净资产逐步坐实后，公司 PB 估值将具备更好的参考性。目前，国航/东航/南航以最近一个季度净资产计算的 PB 估值分别为 1.14/1.12/1.08 倍，从历史 PB 估值变化看，1X PB 基本是航空股的底部区域。因此，我们认为在 PB 估值夯实的基础上，航空估值已经到达底部区域。

图 21：1Q20 民航业经营性净现金流情况

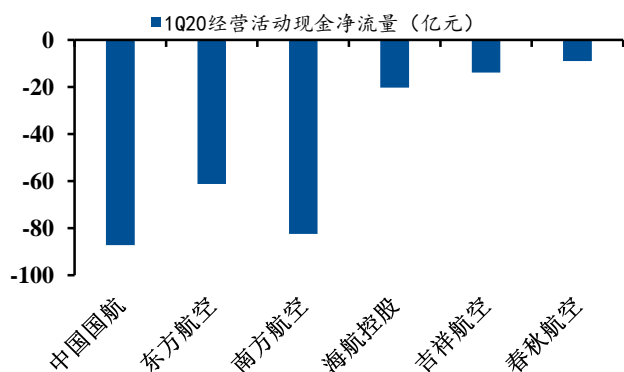
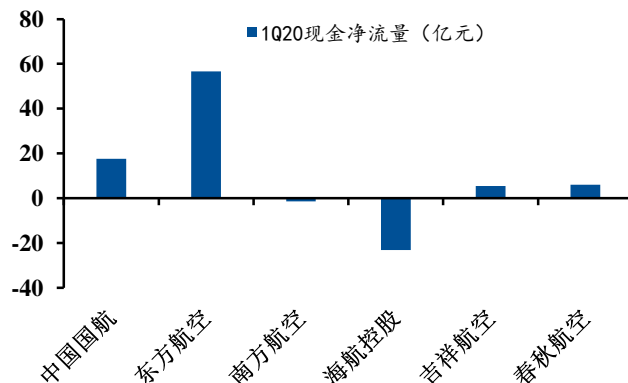


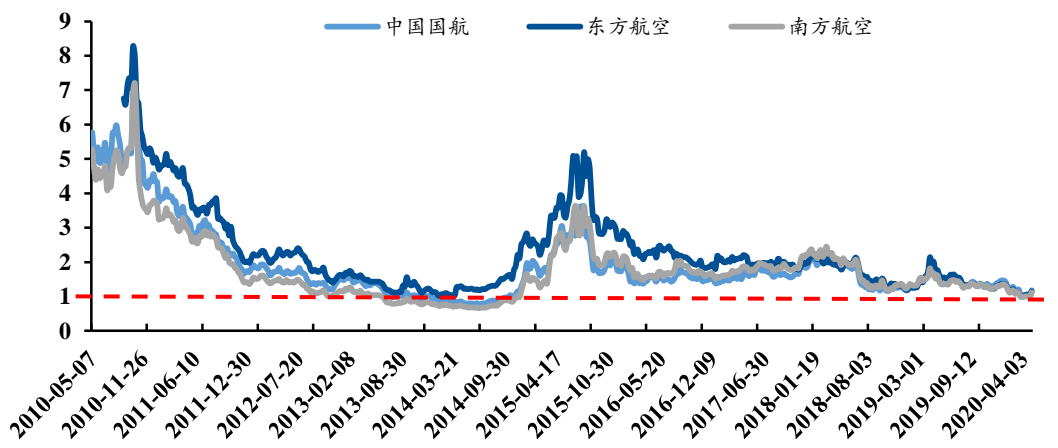
图 22：1Q20 民航业净现金流情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：三大航 2010 年以来 PB 估值变动（截止 2020 年 5 月 6 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院



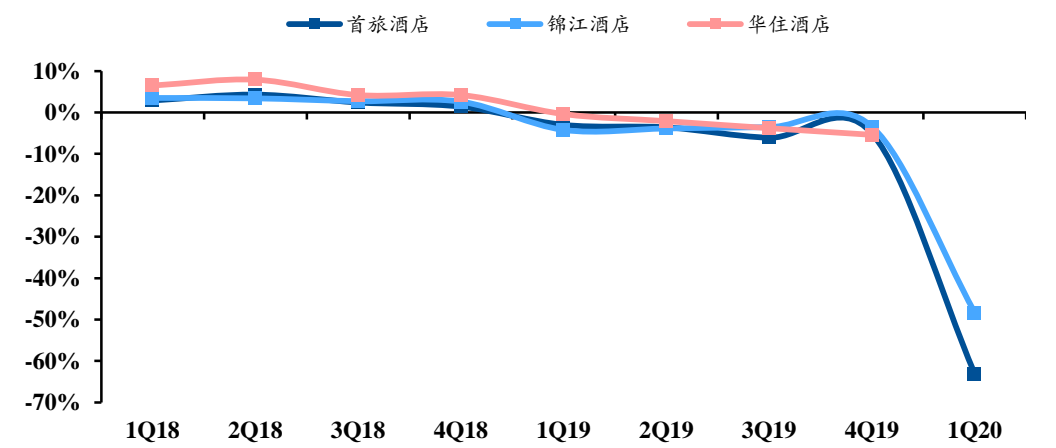
## 五、酒旅行业承压，疫情后国内出行相关板块有望复苏

### （一）酒店：危机共存，行业整合升级关键期

酒店业与商务活动密切相关，2019 年受宏观经济增速放缓，商务出行承压，国内酒店业经营指标放缓。2019 年，国内三大酒店集团经营指标持续下行。其中，ADR 全年保持增长，主要是受酒店结构变化所致，即中高端酒店占比提升，周期下行阶段的先行指标入住率自 3Q18 以来仍在持续走低，这使得三大酒店集团的同店 Revpar 增速仍延续自 3Q18 以来的下行趋势。

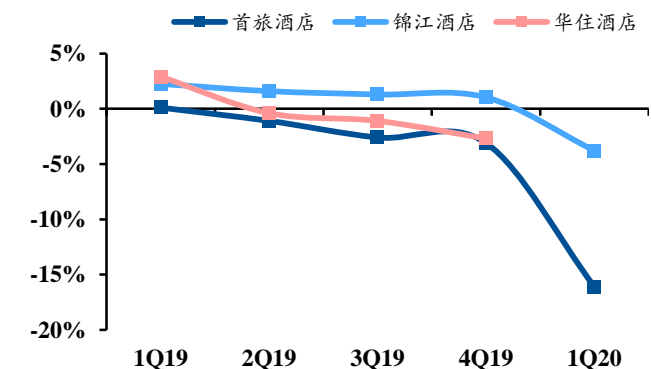
从 1Q20 数据看，新冠疫情对酒店公司影响显著，Q1 行业普遍出现亏损。但伴随 3 月以来国内复工复产，行业入住率开始恢复至 60% 以上，尤其是北京于 4 月底解禁后，我们预计商旅活动短期将出现复苏，二季度行业基本面改善可期。

图 24：1Q18-4Q19 三大酒店集团同店 RevPar 增速



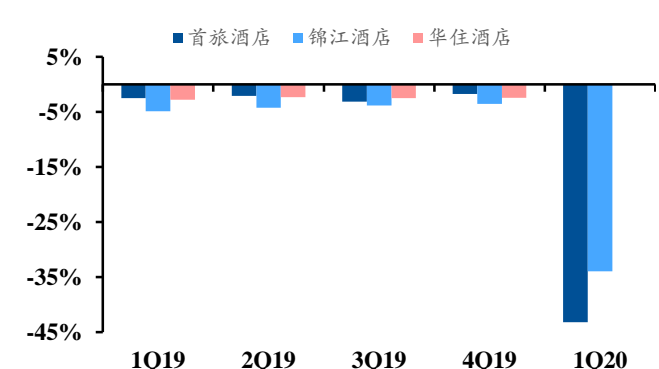
资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

图 25：1Q19-1Q20 三大酒店集团同店 ADR 增速



资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

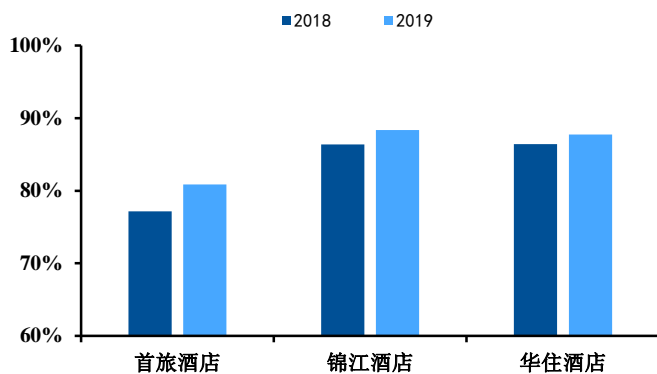
图 26：1Q19-1Q20 三大酒店集团同店 OCC 变动



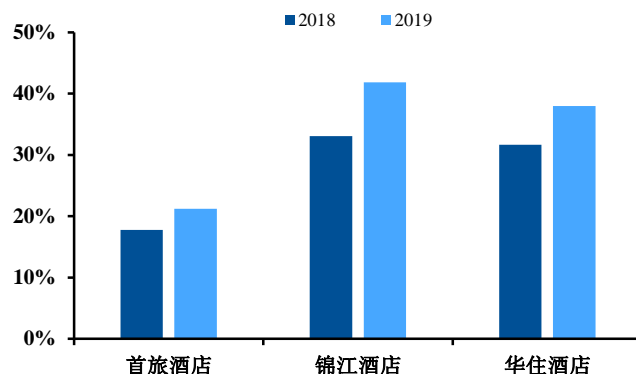
资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

中长期看，疫情将加速酒店业整合，龙头公司市场份额有望进一步扩大。2019 年三大酒店集团酒店结构变化趋同，均体现为中端酒店和加盟酒店的占比提升。从新开店情况看，2019 年首旅、锦江新开中端酒店占比均在 50% 以上，整体加盟店占比也在逐步提升。中长期看，

中国酒店业的结构升级，以及单体酒店的整合趋势仍在延续，尤其在疫情过后，行业单体酒店供给的出清有望加速，龙头酒店管理公司的市场份额将进一步扩大，这一趋势在未来将帮助三大酒店集团降低周期变化对其带来的影响，酒店业的成长属性将随之得到释放。

**图 27：2018-2019 年三大酒店集团加盟店占比**


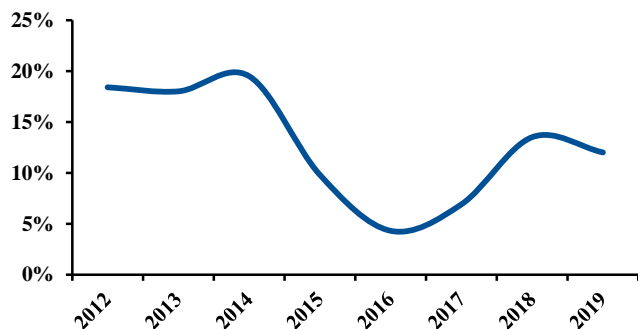
资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

**图 28：2018-2019 年三大酒店集团中端酒店占比**


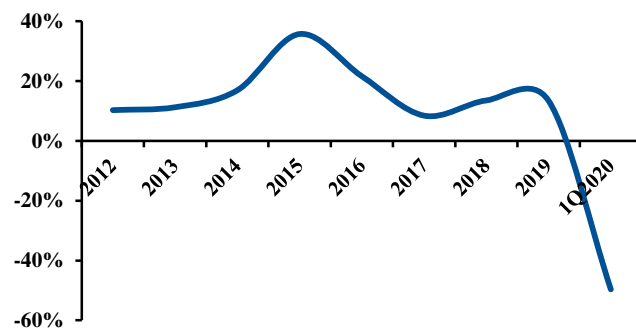
资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

## (二) 出境游：2019 年目的地分化，预计 2020 年行业短暂休克

2019 年以来出境游人次增速保持平稳增长，地缘政治风险拖累 Q3-Q4 行业增速。根据国家旅游局数据，2019 年中国出境游人次 1.55 亿人/+3%，增速较往年显著放缓，主要与 3Q19 开始香港地缘政治风波影响，导致港澳游遇冷。从民航局和航空公司数据可以看出，剔除港澳台后的出境游需求仍保持了双位数增长：（1）2019 年国内机场国际航线旅客吞吐量 1.39 亿人次/+10.4%，内地至香港、澳门和台湾地区航线完成 2785 万/-3.1%；（2）2019 年六家上市航司国际线运载人次同比增 13%，延续了 2017 年以来的复苏趋势。虽然 2019 年出境游市场从内生层面保持了较好的增长速度，但我们预计 2020 年受疫情影响，行业短期恢复难度较大，因中国对国际航线实施的五个一政策将至少持续到 6 月底，同时国际范围的停航国家和航司数量仍在增多。

**图 29：2012-2019 年中国出境游人次增速**


资料来源：国家旅游局，民生证券研究院

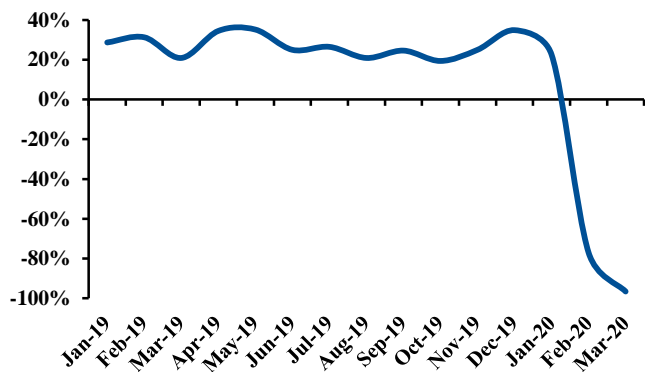
**图 30：六家上市航司国际线运载人次增速**


资料来源：各航司公告，民生证券研究院

2019 年日韩稳步增长，泰国下半年复苏，港澳下滑，2020 年行业休克期预计较长。2019

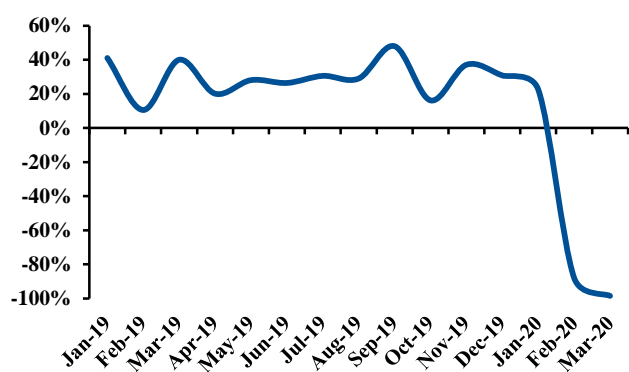
年受益于签证政策和前期复苏，内地赴日韩线旅游人次增速分别持续增长；泰国因 18 年沉船事件影响低迷情况延续至上半年，下半年游客增速反弹回升并持续释放增长势能；受累于政治突发事件，赴港旅行意愿明显下滑，连带拖累赴澳旅游。进入 1Q20 由于全球疫情扩散，各国出入境管控加强，行业需求基本消失。考虑目前海外疫情情况，我们预计 2020 年出境游行业需求恢复的不确定性较大。

图 31：2019 年至今中国赴韩国旅游人次增速



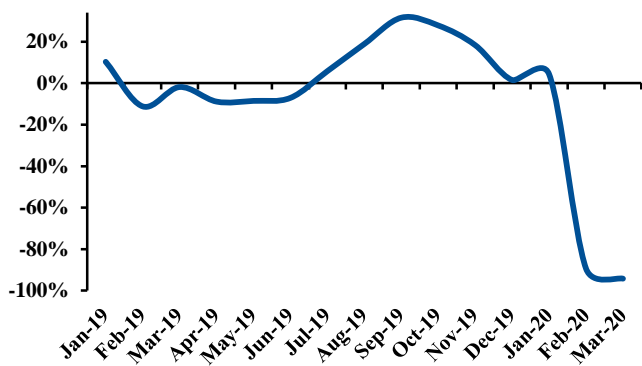
资料来源：韩国旅游局，民生证券研究院

图 32：2018 年至今中国赴日本旅游人次增速



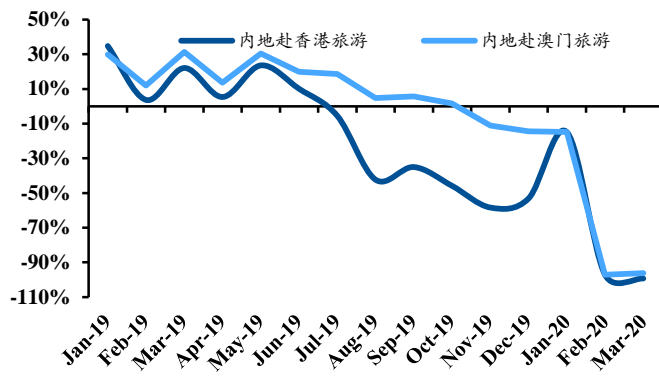
资料来源：日本旅游局，民生证券研究院

图 33：2019 年至今中国赴泰国旅游人次增速



资料来源：泰国旅游局，民生证券研究院

图 34：2019 年至今港澳接待内地旅客人次增速



资料来源：港澳旅游局，民生证券研究院

**众信旅游：** 2019 年实现营收 126.22 亿元/+3.7%，归母净利润 6861.17 万元/+191.15%，扣非归母净利润 5903.83 万元/+1493.82%。受益于 18 年低基数和 19 年下半年泰国市场复苏，公司业绩好转，国内游及单项产品业务实现营业收入 2.36 亿元，同比增长 26.73%。公司以出境批发和零售业务为核心，受制于海外疫情不明朗，但国内疫情控制情况较好，国内游、周边出境游有望成为今年主要布局方向。

**凯撒旅业：** 公司营收 60.36 亿元/-26.21%，归母净利 1.26 亿元/-35.08%，扣非净利 0.74 亿元/-57.28%。旅游和航空配餐主业营收分别同比下滑 29.86%/-12.42%，致使公司业绩承压。公司自 2019 年以来持续加快免税布局，未来或有机会涉足离岛免税市场。此外，依靠龙头企业资源优势与影响力，作为东京奥运会中国区门票独家代理，伴随东京奥运会延期至明年 7 月，公司明年业绩有望受益。

表 5：出境游公司 1Q19-1Q20 收入情况

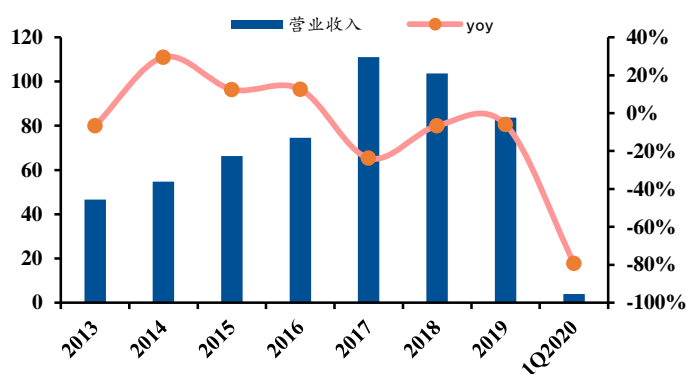
| 营业收入 (亿元) | 1Q19   | 2Q19    | 3Q19    | 4Q19    | 1Q20    |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 众信旅游      | 24.58  | 32.89   | 38.42   | 30.88   | 11.54   |
| 同比        | -0.93% | -1.33%  | 6.08%   | 10.47%  | -53.02% |
| 凯撒旅游      | 18.06  | 16.43   | 24.98   | 0.89    | 7.53    |
| 同比        | 0.41%  | -16.55% | -20.94% | -92.93% | -41.30% |

资料来源：所列各公司公告，民生证券研究院

### (三) 景区：优质景区增长稳健，业绩成长仍有空间

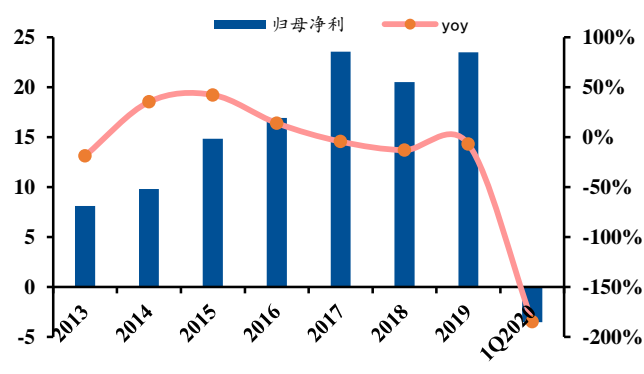
2019 年自然景区营业收入 133.84 亿元/+2.85%，归母净利 17.49 亿元/-33.32%，主要系黄山旅游 2018 年处置华安证券股票带来同期基数较高所致。从重点景区情况看，2019 年自然景区公司受门票降价影响，普遍出现门票收入增速放缓，客流增速平稳的特征，同时黄山、峨眉山的高毛利索道业务受益于客流增加均录得两位数增长，部分弥补了门票降价对业绩带来的影响。民营景区公司业绩增速依然领先行业，其中宋城剔除六间房后归母净利增长 18%，天目湖受益于费用控制，归母净利增长 30%。我们预计，未来伴随行业内优质景区公司积极推进内部提质及外延项目，中长期相关优质公司有望进入新一轮增长阶段。

图 35：景点（申万）营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 36：景点（申万）归母净利及增速（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

(1) 宋城演艺：2019 年营业收入 26 亿元/-19%；归母净利 13.4 亿元/+4%；扣非净利 12 亿元/-5%。剔除六间房影响实现营业收入 22.28 亿元/+12.68%；归母净利润 10.44 亿元/+18.05%。公司演艺主业稳健增长，实现营业收入 18.71 亿元，收入同比增 12%。核心景区业绩分化：新增异地项目开始贡献增量业绩，营业收入同比增长 277%；杭州宋城、三亚宋城旅游区受本部项目改造营业收入下滑；丽江宋城旅游区增长强劲，带动利润大增 42%。2020 年一季度受疫情影响，公司营业收入 1.3 亿元/-84%；归母净利润 0.5 亿元/-87%，但伴随今年西安、上海、新郑等项目密集落地，演艺业务增长确定性强。

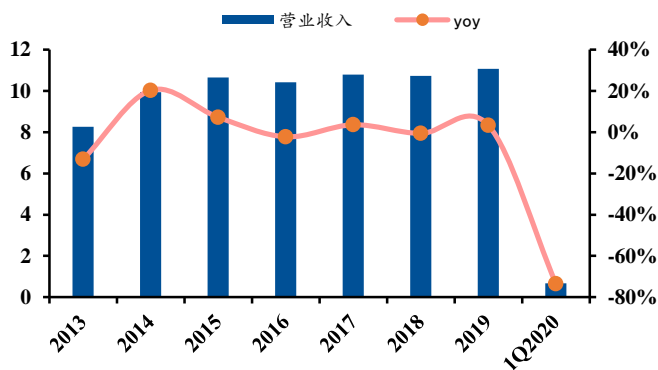
表 6: 宋城演艺 2019 年各项目财务情况 (单位: 亿元)

|                | 营业收入  | YoY  | 净利润    | YoY   |
|----------------|-------|------|--------|-------|
| 现场演艺           | 18.71 | 12%  |        |       |
| 其中:            |       |      |        |       |
| 杭州宋城旅游区        | 9.19  | -2%  |        |       |
| 三亚宋城旅游区        | 3.93  | -8%  | 2.19   | -12%  |
| 丽江宋城旅游区        | 3.33  | 25%  | 2.07   | 46%   |
| 九寨宋城旅游区 (地震停业) | -     | -    | -0.24  | -     |
| 桂林宋城旅游区        | 1.61  | 277% | 0.34   | 3309% |
| 张家界宋城旅游区       | 0.65  | -    | 预计盈亏平衡 |       |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

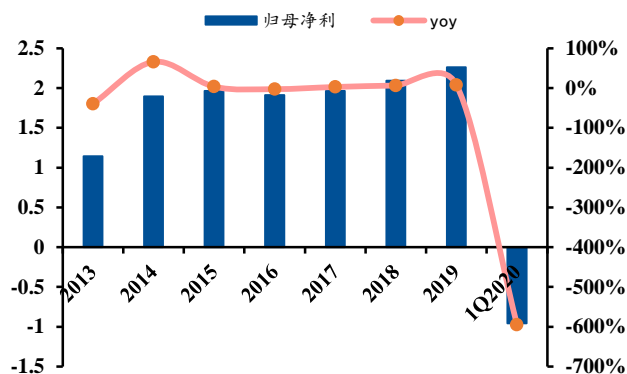
(2) 峨眉山 A: 2019 年公司实现营收 11.1 亿元/+3%, 归母净利 2.3 亿元/+8%; 扣非净利 2.2 亿元/+7%。门票降价利好游客人次增长, 进山游客达 398 万人次/+21%, 带动索道业务收入增长 16%, 弥补了门票收入下降带来的损失。此外, 公司近年控费效果显现, 未来大数据+旅游演艺项目放量, 以及景区内提质扩容事项推进, 将帮助公司业绩重新步入增长轨道。

图 37: 2013-1Q2020 年峨眉山景区营业收入及增速(亿元)



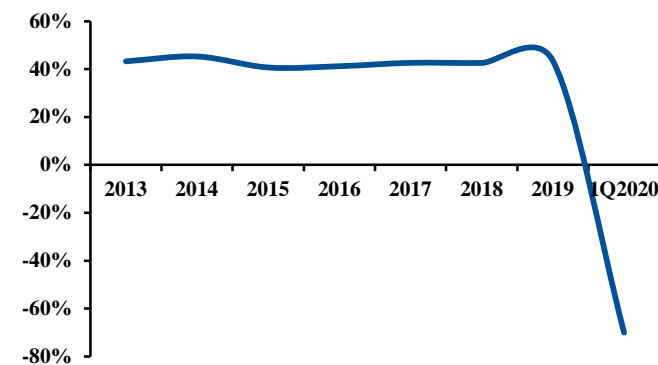
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 38: 2013-1Q2020 年峨眉山景区归母净利及增速(亿元)



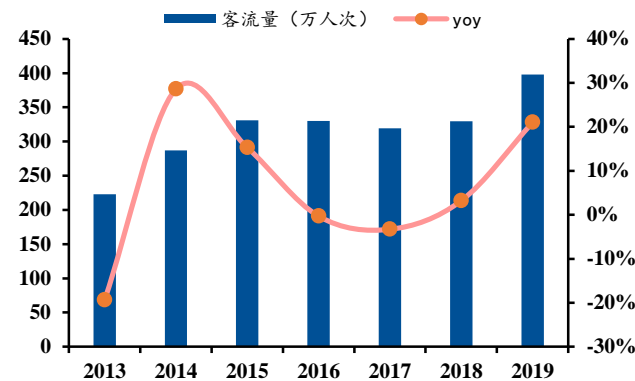
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 39: 2013-1Q2020 年峨眉山景区毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

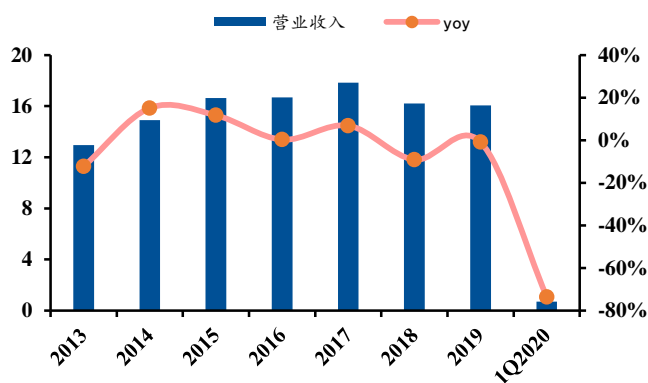
图 40: 2013-1Q2020 年峨眉山景区客流及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

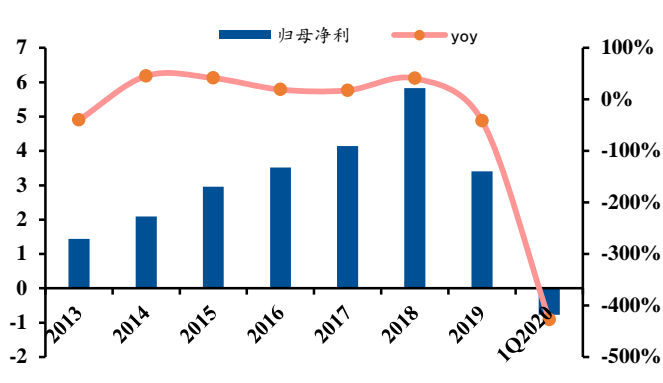
**(3) 黄山旅游：**2019 年全年共接待进山游客 350.1 万人/+3.6%，实现营业收入 16.07 亿元/-0.88%；归母净利 3.40 亿元/-41.60%（2018 年度处置部分华安证券股票增加当年净利润）；扣非净利 3.13 亿元/-8.51%。公司营业收入增长乏力，但高毛利索道业务增长靓丽，实现营收 5.54 亿元/+11.71%，毛利率达 87.24%拉动整体毛利率提升。

图 41：2013-1Q2020 年黄山景区营业收入及增速（亿元）



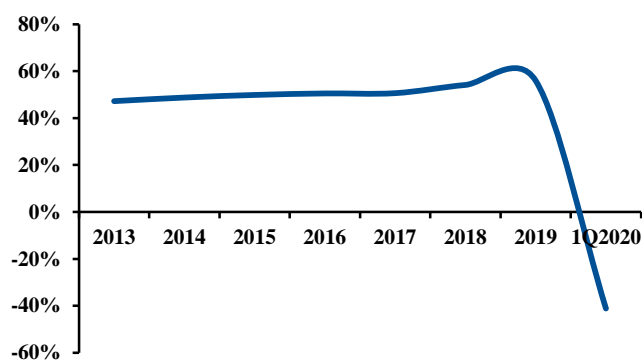
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 42：2013-1Q2020 年黄山景区归母净利润及增速（亿元）



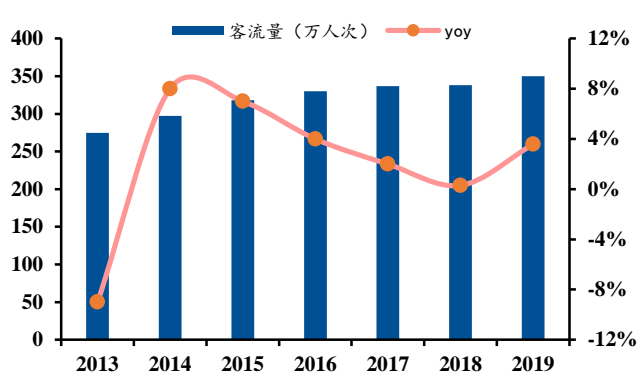
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 43：2013-1Q2020 年黄山景区毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 44：2013-1Q2020 年黄山景区客流及增速

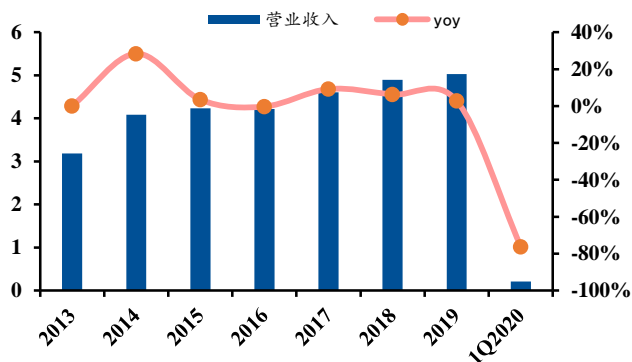


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**(4) 天目湖：**公司实现营业收入 5.03 亿元/+3%，归母净利 1.2 亿元/+20%，扣非净利 1.2 亿元/+30%。景区/温泉/酒店/旅行社业务分别实现营收分别同比增长 3.35%/-4.25%/0.74%/2.68%，成本端和费用端的下降是公司盈利增长的核心。公司未来成长看点较多，存量景区内 2020 年尚有竹溪谷项目、索道改造等新增项目贡献增量业绩。同时，在疫情过后国内景区项目估值下行也有望帮助公司加速落地外延扩张战略。

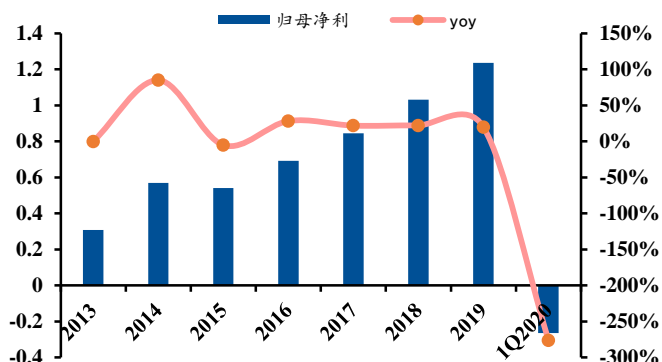


图 45：2013-1Q2020 年天目湖营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 46：2013-1Q2020 年天目湖归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 六、风险提示

疫情二次扩散风险；经济复苏不及预期。

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 休闲旅游（申万）上市公司归母净利（单位：亿） .....                   | 4  |
| 图 2: 行业细分子板块扣非净利增速 .....                            | 4  |
| 图 3: 交通运输（申万）上市公司扣非净利（单位：亿） .....                   | 4  |
| 图 4: 航空及机场上市公司归母净利增速 .....                          | 4  |
| 图 5: 国旅分渠道销售增速变化 .....                              | 7  |
| 图 6: 国旅分渠道客单价增速变化 .....                             | 7  |
| 图 7: 国旅收入及业绩增速 .....                                | 7  |
| 图 8: 国旅季度毛利率变动趋势 .....                              | 7  |
| 图 9: 上海机场生产经营指标增速（%） .....                          | 8  |
| 图 10: 首都机场生产经营指标增速（%） .....                         | 8  |
| 图 11: 白云机场生产经营指标增速（%） .....                         | 8  |
| 图 12: 深圳机场生产经营指标增速（%） .....                         | 8  |
| 图 13: 主要上市机场各季度收入增长情况 .....                         | 9  |
| 图 14: 上海机场营业成本 .....                                | 9  |
| 图 15: 白云机场营业成本 .....                                | 9  |
| 图 16: A 股四家上市机场 1Q2 归母净利（单位：亿） .....                | 10 |
| 图 17: 2019 年民航业运载人次增速 .....                         | 11 |
| 图 18: 2019 年民航业分航线 RPK 增速 .....                     | 11 |
| 图 19: 2019 年民航业航班正常率回升 .....                        | 11 |
| 图 20: 2017-19 年民航业客座率变化 .....                       | 11 |
| 图 21: 1Q20 民航业经营性净现金流情况 .....                       | 13 |
| 图 22: 1Q20 民航业净现金流情况 .....                          | 13 |
| 图 23: 三大航 2010 年以来 PB 估值变动（截止 2020 年 5 月 6 日） ..... | 14 |
| 图 24: 1Q18-4Q19 三大酒店集团同店 RevPar 增速 .....            | 15 |
| 图 25: 1Q19-1Q20 三大酒店集团同店 ADR 增速 .....               | 15 |
| 图 26: 1Q19-1Q20 三大酒店集团同店 OCC 变动 .....               | 15 |
| 图 27: 2018-2019 年三大酒店集团加盟店占比 .....                  | 16 |
| 图 28: 2018-2019 年三大酒店集团中端酒店占比 .....                 | 16 |
| 图 29: 2012-2019 年中国出境游人次增速 .....                    | 16 |
| 图 30: 六家上市航司国际线运载人次增速 .....                         | 16 |
| 图 31: 2019 年至今中国赴韩国旅游人次增速 .....                     | 17 |
| 图 32: 2018 年至今中国赴日本旅游人次增速 .....                     | 17 |
| 图 33: 2019 年至今中国赴泰国旅游人次增速 .....                     | 17 |
| 图 34: 2019 年至今港澳接待内地旅客人次增速 .....                    | 17 |
| 图 35: 景点（申万）营业收入及增速（亿元） .....                       | 18 |
| 图 36: 景点（申万）归母净利及增速（亿元） .....                       | 18 |
| 图 37: 2013-1Q2020 年峨眉山景区营业收入及增速（亿元） .....           | 19 |
| 图 38: 2013-1Q2020 年峨眉山景区归母净利及增速（亿元） .....           | 19 |
| 图 39: 2013-1Q2020 年峨眉山景区毛利率 .....                   | 19 |
| 图 40: 2013-1Q2020 年峨眉山景区客流及增速 .....                 | 19 |
| 图 41: 2013-1Q2020 年黄山景区营业收入及增速（亿元） .....            | 20 |
| 图 42: 2013-1Q2020 年黄山景区归母净利润及增速（亿元） .....           | 20 |
| 图 43: 2013-1Q2020 年黄山景区毛利率 .....                    | 20 |
| 图 44: 2013-1Q2020 年黄山景区客流及增速 .....                  | 20 |
| 图 45: 2013-1Q2020 年天目湖营业收入及增速（亿元） .....             | 21 |
| 图 46: 2013-1Q2020 年天目湖归母净利润及增速（亿元） .....            | 21 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：航旅板块重点上市公司年报、一季报业绩概览 .....        | 5  |
| 表 2：三大航 2019 年收入指标 .....              | 11 |
| 表 3：三大航 2019 年成本比较 .....              | 12 |
| 表 4：2020 年 1-3 月航司生产经营数据同比变动（%） ..... | 12 |
| 表 5：出境游公司 1Q19-1Q20 收入情况 .....        | 18 |
| 表 6：宋城演艺 2019 年各项目财务情况（单位：亿元） .....   | 19 |

## 分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。