

休闲服务

2019&20Q1 业绩综述：大浪淘尽，始见真金

2019 年社服行业整体表现稳中有升，创除一次性因素后仍实现了稳步增长，但板块间分化显著。申万一级行业分类，社服行业 34 家上市公司 2019 年合计实现收入 1400.6 亿元（同比-3.8%），归母净利润 86.8 亿元（同比-8.7%），若扣除腾邦国际计提减值等一次性的影响后，收入同比+6%，归母净利润同比+9.8%。人文景区异地扩张持续推进，业绩稳步增长。自然景区受限客流增长放缓及景区降价的影响，近年来业绩表现平淡。酒店板块内分化明显，连锁酒店持续扩张，欣欣向荣；单体酒店经营困难，持续亏损。旅游综合服务内也出现了较大分化，传统旅行社步履维艰，免税零售销售额持续增长。A 股餐饮板块由于上市时间早，经营理念和组织体制较为落后，常年亏损。

20Q1 受疫情影响，行业各项经营指标均受到较大冲击，但整体处于可控范围内。20Q1 行业合计实现收入 172.2 亿元（同比-52.6%），归母净利润-17.4 亿元（同比-145.6%）。疫情发生后，对行业造成了全面的冲击，但对公司的价值判断来说是个很好的试金石，公司管理能力、成本控制能力的强弱在灾难发生后一览无余。成本控制力强、组织管理能力好的公司在疫情发生后，第一时间组织动员了公司的所有资源全力应对，并积极管控成本，在 20Q1 将损失控制在相对较小的范围内。反之，组织能力较差的公司，在应对疫情时显得有些心有余而力不足，亏损严重。

投资重回基本面，精选长期价值个股。站在当下，经过近期的市场修复，板块位置已经基本上回到疫情发生前的水平，已较难寻估值严重低估的优质个股。我们认为此时投资应重回公司的基本面，寻找长期确定性高、符合居民消费发展方向和公司经营管理优良的细分板块和个股。如连锁酒店、有异地扩张能力的景区、优质餐饮企业等。重点推荐：锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、天目湖等。

重点板块：1.酒店。连锁酒店仍处于扩张高峰期，行业龙头扩张加速。酒店扩张+成本优化，预计锦江未来 3-5 年内能将保持 20%以上的利润增速。2.人文景区。景区具有业绩确定性高、经营稳定等优势。2020-2022 年是宋城演艺的项目落地高峰期，已落地的桂林、张家界等项目逐步成熟，宋城未来三年内业绩仍将保持 20%以上的高增速。3.餐饮。餐食一体化优点明显，正逐步成为主流。广州酒家借助餐饮业大力发展食品业务，近年来成效显著，月饼销售规模逐年扩张，未来在产能建设+异地扩张下业绩有望稳步提升。

风险提示：疫情反向输入、行业竞争加剧、宏观经济下行的风险。

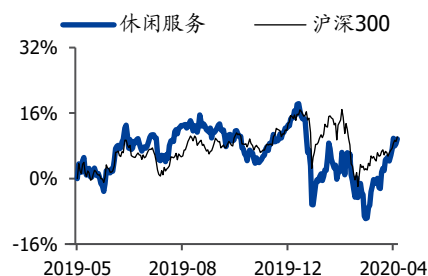
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600754	锦江酒店	买入	1.16	0.75	1.38	1.56	24.2	37.4	20.4	18.1
603043	广州酒家	买入	0.95	1.19	1.55	1.79	31.4	25.1	19.3	16.7
300144	宋城演艺	增持	0.88	0.61	1.12	1.33	34.4	49.3	27.1	22.8
603136	天目湖	买入	1.11	0.70	1.24	1.37	20.7	32.8	18.6	16.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张泽

执业证书编号：S0680520010002

邮箱：zhangze@gszq.com

相关研究

- 1、《休闲服务：SARS 期间社服行业表现复盘及新疫情下行业的投资建议》2020-02-01
- 2、《休闲服务 2020 年投资策略：把握阿尔法，拥抱估值之锚变化》2019-12-22



内容目录

一、社服行业 2019 年&20Q1 经营情况回顾	4
1.1、行业稳步增长，疫情影响逐步消退	4
1.2、消费需求平稳向好，细分板块分化明显	5
二、细分板块表现	7
2.1、酒店：行业仍处低谷，龙头业绩逆势增长	8
2.2、人工景点：异地扩张稳步推进，项目先后落地	10
2.3、自然景区：客流增长放缓，业绩整体较为平淡	11
2.4、旅游综合：出境游回暖仍待时日，免税业绩表现靓丽	12
2.5、餐饮：板块整体表现不佳，“老字号”静待新转机	14
三、投资建议	14
四、风险提示	15

图表目录

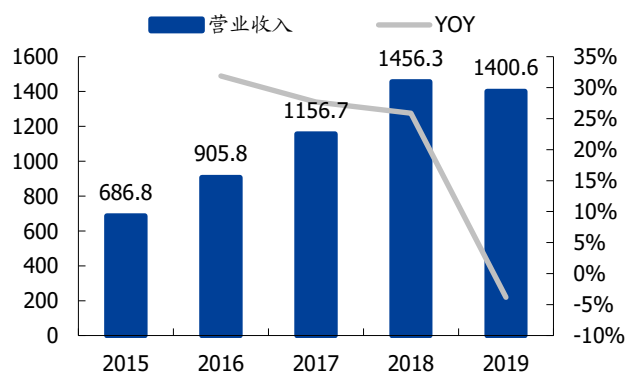
图表 1: 2015-2019 年社服行业营业收入（亿元）	4
图表 2: 2015-2019 年社服行业归母净利润（亿元）	4
图表 3: 2015-2019 年社服行业毛利率、净利率、扣非后归母净利率	4
图表 4: 2015-2019 年社服行业资产负债率	4
图表 5: 19Q1-20Q1 社服行业营业收入（亿元）	5
图表 6: 19Q1-20Q1 社服行业归母净利润（亿元）	5
图表 7: 18Q1-20Q1 社服行业毛利率、净利率、扣非后归母净利率	5
图表 8: 18Q1-20Q1 社服行业资产负债率	5
图表 9: 2015-2019 中国旅游总收入（亿元）	6
图表 10: 2015-2019 国内旅游人次（亿人次）	6
图表 11: 2015-2019 年中国餐饮业总收入（亿元）	6
图表 12: 2015-2019 年出境游总人次（亿人次）	6
图表 13: 2019 年社服板块子行业收入增速（口径：申万三级子行业）	7
图表 14: 2019 年社服板块子行业归母净利增速（口径：申万三级子行业）	7
图表 15: 20Q1 社服板块子行业收入增速	7
图表 16: 20Q1 社服板块子行业归母净利增速	7
图表 17: 17Q1-20Q1 三大酒店集团经济型同店 RevPAR 增速	8
图表 18: 17Q1-20Q1 三大酒店集团中高端同店 RevPAR 增速	8
图表 19: 2015-2020Q1 酒店板块收入情况（亿元）	8
图表 20: 2015-2020Q1 酒店板块归母净利情况（亿元）	8
图表 21: 锦江酒店近年财务报表摘要	9
图表 22: 首旅酒店近年财务报表摘要	9
图表 23: 2015-2020Q1 人工景点板块收入情况（亿元）	10
图表 24: 2015-2020Q1 人工景点板块归母净利情况（亿元）	10
图表 25: 宋城演艺近年财务报表摘要	11
图表 26: 2015-2020Q1 自然景点板块收入情况（亿元）	11
图表 27: 2015-2020Q1 自然景点板块归母净利情况（亿元）	11
图表 28: 天目湖近年财务报表摘要	12

图表 29: 2015-2020Q1 旅游综合板块收入情况 (亿元)	13
图表 30: 2015-2020Q1 旅游综合板块归母净利情况 (亿元)	13
图表 31: 中国国旅近年财务报表摘要.....	13
图表 32: 2015-2020Q1 餐饮板块收入情况 (亿元)	14
图表 33: 2015-2020Q1 餐饮板块归母净利情况 (亿元)	14
图表 34: 重要公司盈利预测.....	15

一、社服行业 2019 年&20Q1 经营情况回顾

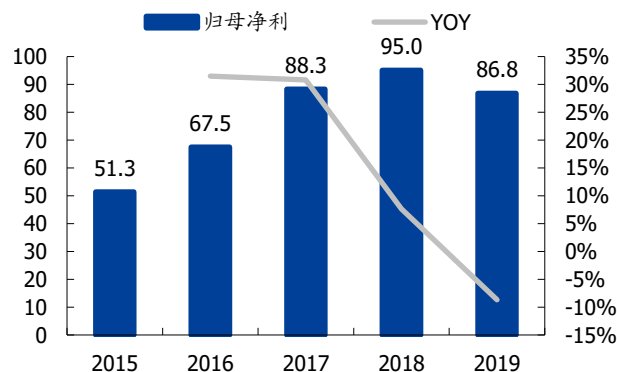
1.1、行业稳步增长，疫情影响逐步消退

图表 1: 2015-2019 年社服行业营业收入 (亿元)



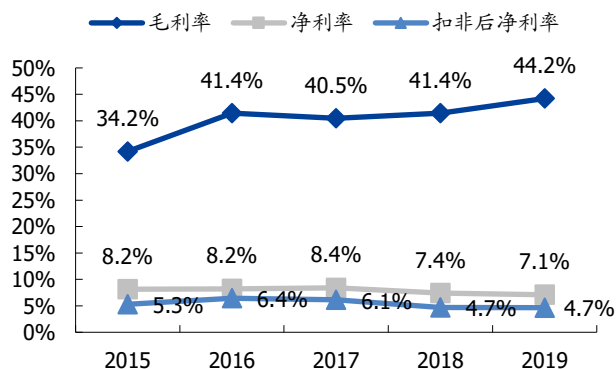
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 2015-2019 年社服行业归母净利润 (亿元)



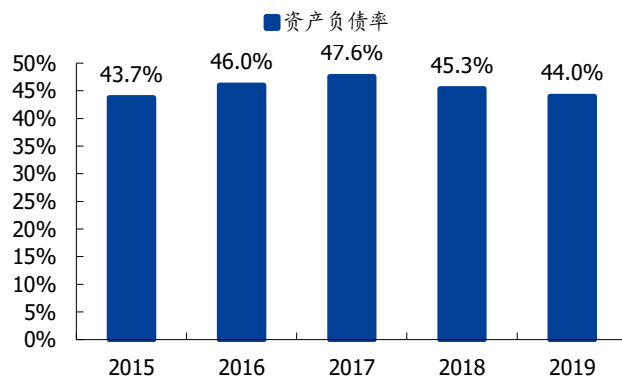
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 2015-2019 年社服行业毛利率、净利率、扣非后归母净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 2015-2019 年社服行业资产负债率



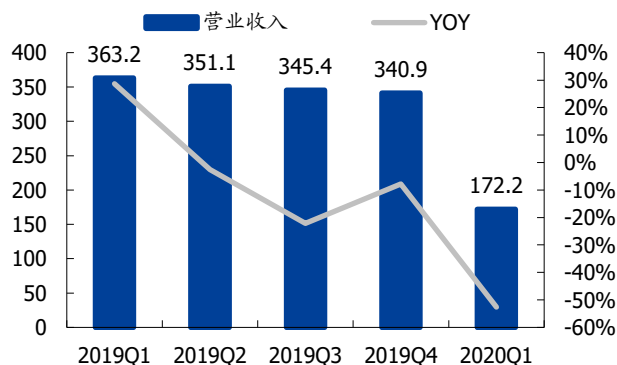
资料来源: wind、国盛证券研究所

2019 年社服行业整体稳步向好，营收和净利持续增长（剔除一次性影响）。依照申银万国行业分类，社服行业 34 家上市公司 2019 年合计实现收入 1400.6 亿元（同比-3.8%），归母净利润 86.8 亿元（同比-8.7%）。收入增速/归母净利增速分别较 2018 年下滑-29.7 pct/-16.3 pct。收入增速的下降主要系中国国旅剥离旅行社业务（2018 年国旅总社收入 123 亿元）及宋城演艺线上演艺部分六间房出表的影响（2018 年六间房收入 12.3 亿元）；若扣除二者的影响，则 2019 年收入增速为+6%。从净利端看，主要是受腾邦国际 2019 年计提一次性减值损失的影响，当年腾邦共计提资产减值损失及信用减值损失 9.98 亿元；若剔除腾邦国际的亏损影响，则 2019 年归母净利同比+9.8%。

扣非后净利率小幅下行，负债率持续降低。2019 年行业平均毛利率/净利率/扣非后归母净利率分别为 44.2%/7.1%/4.7%，分别同比+2.8pct/-0.4pct/-0.02pct。毛利率提升明显，

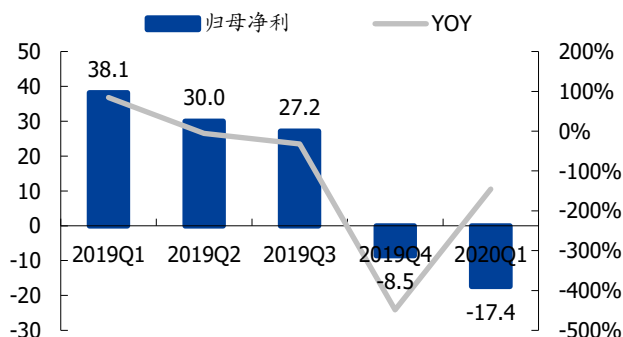
主要系中国国旅等公司业务优化，中国国旅剥离了低毛利率的旅行社业务。净利率小幅下降，系部分公司发生一次性亏损拖累的影响，包括腾邦国际 9.98 亿的减值损失。扣非后归母净利率基本持平。资产负债率 44%，较 2018 年下降 1.3pct，表明行业内公司在积极主动降低财务杠杆。

图表 5: 19Q1-20Q1 社服行业营业收入 (亿元)



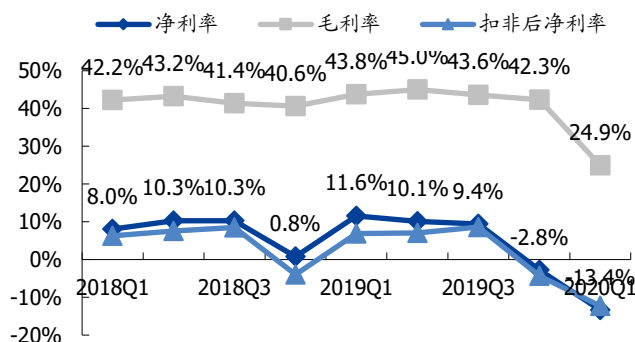
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 19Q1-20Q1 社服行业归母净利润 (亿元)



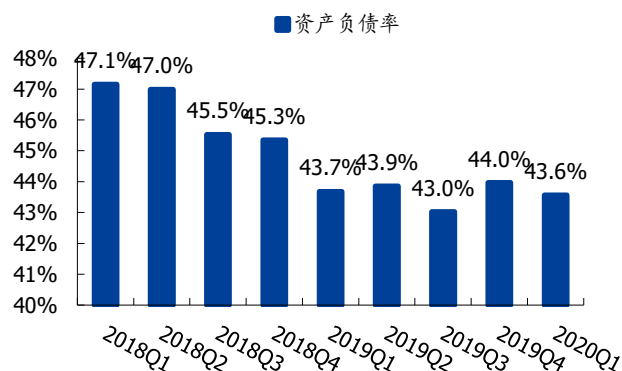
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 7: 18Q1-20Q1 社服行业毛利率、净利率、扣非后归母净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 8: 18Q1-20Q1 社服行业资产负债率

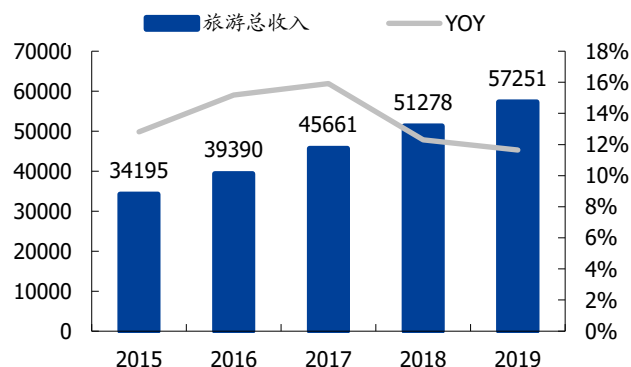


资料来源: wind、国盛证券研究所

20Q1 受疫情影响，行业各项经营指标均受到较大冲击，但整体处于可控范围内。20Q1 行业合计实现收入 172.2 亿元 (同比-52.6%)，归母净利润-17.4 亿元 (同比-145.6%)，收入/归母净利增速分别较 19Q1 同比 -81.3pct / -230.1pct。2020Q1 行业平均毛利率/净利率/扣非后归母净利率分别为 24.9%/-13.4%/-12.3%，较 19Q1 同比-18.8pct / -24.9pct。资产负债率 43.6%，环比小幅下降 0.4pct。

1.2、消费需求平稳向好，细分板块分化明显

图表 9: 2015-2019 中国旅游总收入 (亿元)



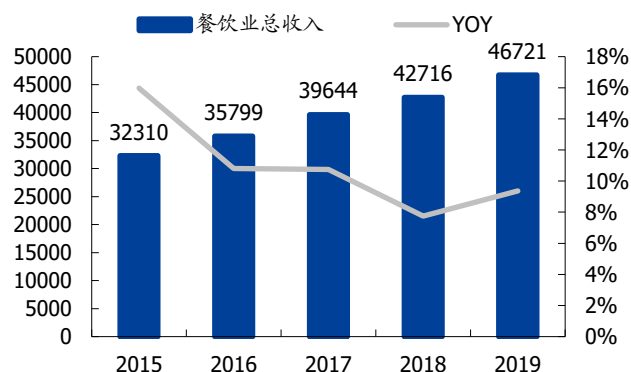
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 10: 2015-2019 国内旅游人次 (亿人次)



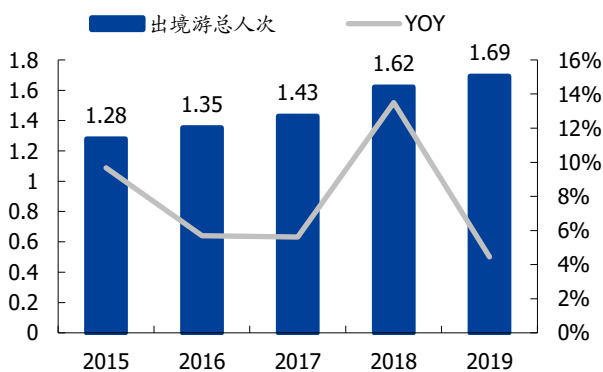
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 11: 2015-2019 年中国餐饮业总收入 (亿元)



资料来源: 中国饭店协会、国盛证券研究所

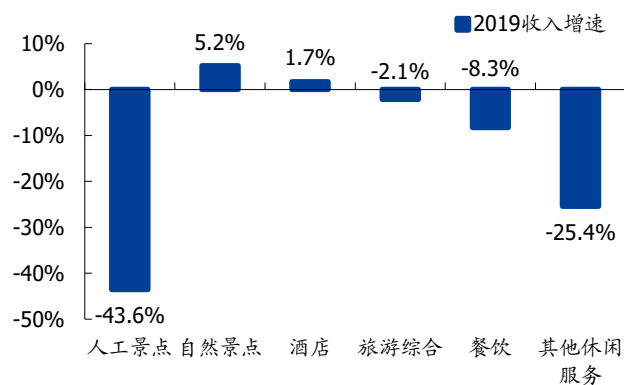
图表 12: 2015-2019 年出境游总人次 (亿人次)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

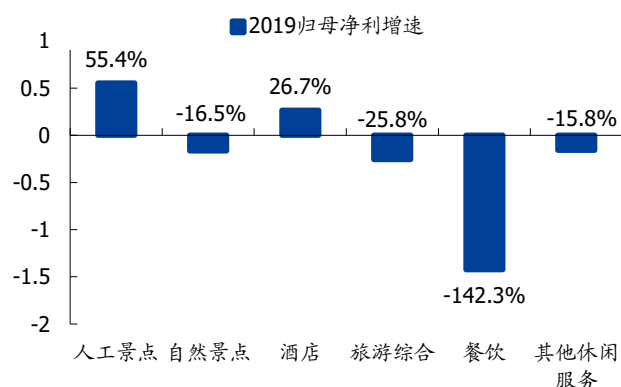
餐饮及旅游行业整体需求稳步向好, 行业总收入稳步提升。2019 年国内旅游人次达 60.1 亿人次(同比+8.5%), 实现旅游收入 57251 亿元(同比+11.6%), 人均出游花费由 2015 年的 857 元增长至 2019 年的 952 元/人。出境游总人次由 2015 年的 1.3 亿人次增长至 2019 年的 1.7 亿人次, 五年间 CAGR 为 7.2%, 餐饮业总收入达 46721 亿元(同比+9.4%)。随着城镇化的进行及人均可支配收入的进一步提升, 我们认为在疫情过去后, 未来餐饮旅游行业有望持续稳步增长。

图表 13: 2019 年社服板块子行业收入增速 (口径: 申万三级子行业)



资料来源: wind、国盛证券研究所

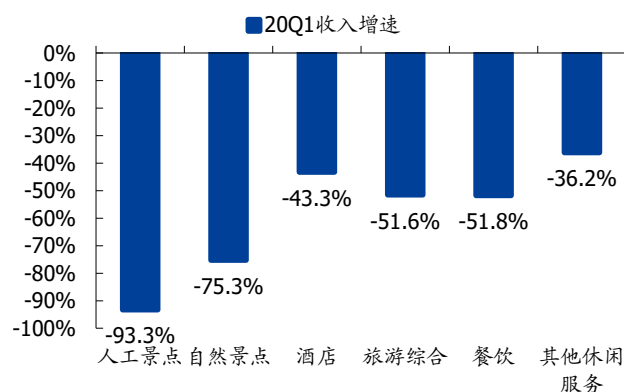
图表 14: 2019 年社服板块子行业归母净利润增速 (口径: 申万三级子行业)



资料来源: wind、国盛证券研究所

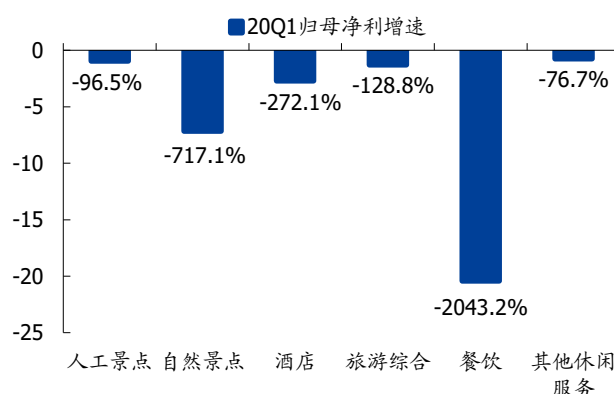
分细分板块看, 2019 年板块分化明显, 人工景点、自然景点、酒店表现较好。2019 年人工景点/自然景点/酒店/旅游综合/餐饮/其他休闲服务收入增速分别为 -43.6%/+5.2%/+1.7%/-2.1%/-8.3%, 人工景点收入大幅下滑主要系由于宋城演艺线上演艺部分出表及三湘印象被剔除休闲服务板块影响, 同口径来看 2019 年人工景点收入增速为+26%。从净利端来看, 2019 年人工景点/自然景点/酒店/旅游综合/餐饮/其他休闲服务归母净利增速分别为+55.4%/-16.5%/+26.7%/-25.8%/-142.3%/-15.8%, 酒店板块增速较快主要由于华天酒店扭亏为盈(18 年亏损 4.8 亿元)及行业龙头锦江酒店、首旅酒店门店数量持续扩张带来业绩增长的影响。

图表 15: 20Q1 社服板块子行业收入增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 16: 20Q1 社服板块子行业归母净利润增速



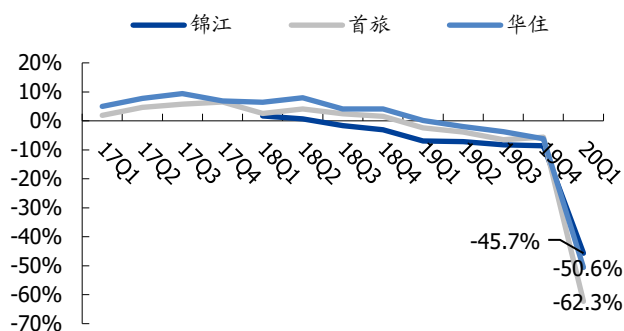
资料来源: wind、国盛证券研究所

20Q1 行业普遍亏损, 其中人工景点/自然景点受影响程度最大。自 1 月 25 日起国内各大人工/自然景区闭园, 餐饮堂食歇业, 国内游、出境游等旅游服务延期使得行业经营业绩受到重创, 目前仍有部分景区未恢复营业。20Q1 人工景点/自然景点/酒店/旅游综合/餐饮/其他休闲服务收入增速分别为 -93.3%/-75.3%/-43.3%/-51.6%/-51.8%/-36.2%, 归母净利增速分别为 -96.5%/-717.1%/-272.1%/-128.8%/-2043.2%/-76.7%。

二、细分板块表现

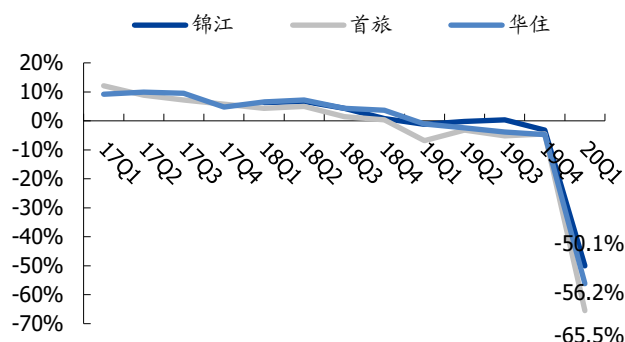
2.1、酒店：行业仍处低谷，龙头业绩逆势增长

图表 17: 17Q1-20Q1 三大酒店集团经济型酒店 RevPAR 增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

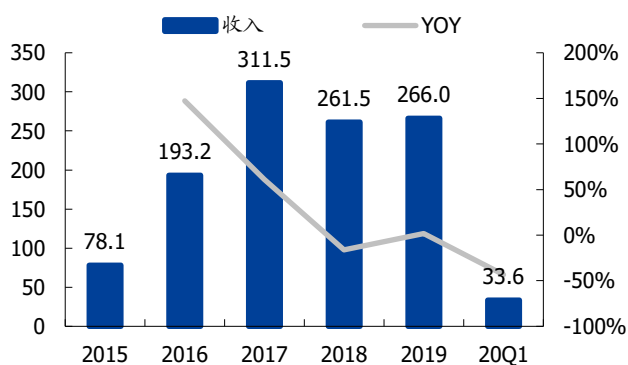
图表 18: 17Q1-20Q1 三大酒店集团中高端酒店 RevPAR 增速



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

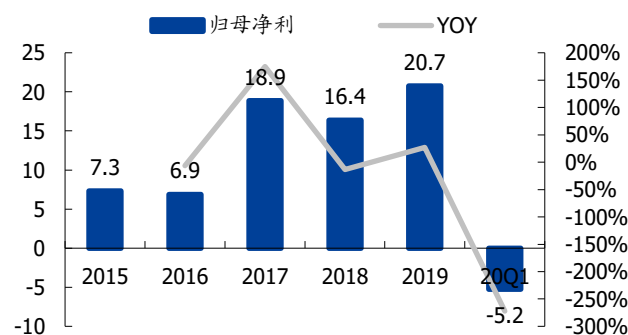
2019 年酒店行业整体仍处于景气度低谷位置，20Q1 疫情对行业经营冲击明显。19Q1-Q4 锦江酒店经济型 RevPAR 分别同比-6.9%/-7.2%/-8.3%/-8.6%，中高端 RevPAR 分别同比-1.2%/-0.2%/+0.4%/-3.2%；19Q1-Q4 首旅酒店经济型 RevPAR 分别同比-2.4%/-3.9%/-6.5%/-5.6%，中高端 RevPAR 分别同比-6.8%/-3.2%/-5.2%/-4.5%。2020 年疫情对行业的冲击明显，三大酒店集团经济型酒店平均 OCC 下降至 41.8%（同比-45.1pct），ADR 下降至 156 元（同比-3.9%），RevPAR 下降至 64.9 元/晚（同比-47.8%）；中高端酒店平均 OCC 下降至 50.2%（同比-34.1pct），ADR 下降至 273 元（同比-3.6%），RevPAR 下降至 142.3 元/晚（同比-33.7%）。

图表 19: 2015-2020Q1 酒店板块收入情况（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 20: 2015-2020Q1 酒店板块归母净利情况（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

酒店板块近两年收入增长陷于停滞，但净利仍在持续增长。主要系酒店正在由直营转向加盟，而加盟只计算公司抽成部分作为收入，因此收入增长放缓，但净利仍维持着高增速。2019 年酒店板块总收入 266 亿元（同比+1.7%），归母净利 20.7 亿元（同比+26.7%）。2019 年酒店行业虽然整体行业仍处于景气低谷，但酒店数量的扩张帮助板块维持住了业绩的增长。2020Q1 酒店板块总收入 33.6 亿元（同比-43.3%），归母净利-5.2 亿元（同比-272.1%），表明疫情影响下，酒店经营业绩受到了较大冲击。

图表 21: 锦江酒店近年财务报表摘要

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营收 (亿元)	55.6	106.4	135.8	147.0	151.0	21.9
YoY	91.0%	91.2%	27.7%	8.2%	2.7%	-34.4%
归母净利 (亿元)	6.4	7.0	8.8	10.8	10.9	1.7
YoY	30.9%	8.9%	27.0%	22.8%	0.9%	-42.3%
扣非后归母净利 (亿元)	3.0	3.8	6.7	7.4	8.9	-0.9
YoY	112.9%	26.9%	75.9%	9.9%	20.7%	-232.2%
经营活动现金流 (亿元)	11.2	22.8	32.5	35.2	26.4	-13.5
YoY	101.0%	103.0%	42.5%	8.1%	-25.0%	-2684.3%
毛利率	91.1%	90.6%	90.5%	89.6%	89.9%	35.3%
净利率	11.5%	6.8%	7.3%	8.4%	8.5%	7.1%

资料来源: wind、国盛证券研究所

锦江酒店在 2019 年实现了酒店规模的加速扩张, 扣非后归母净利稳步增长。2019 年锦江酒店营收 151 亿元 (同比+2.7%); 归母净利 10.9 亿元 (同比+0.9%); 扣非后归母净利 8.9 亿元 (同比+20.7%); 经营活动现金流净流入 26.4 亿元 (同比-25%); 毛利率 89.9% (同比+0.3pct); 净利率 8.5% (同比+0.1pct)。2019 年在整体行业低迷的情况下, 锦江酒店净增加酒店数 1071 家至 8514 家, 2019 年底较年初酒店数量同比增长 14.4%, 扩张速度较 2018 年的 749 家进一步加快。在酒店数量扩张和成本控制下公司仍然完成扣非后净利 20% 的增长, 体现了公司优秀的扩张能力和成本控制能力。

受益政府采购支持, 锦江 20Q1 亏损幅度相对较小。20Q1 公司营收 21.9 亿元 (同比-34.4%); 归母净利 1.7 亿元 (同比-42.3%), 是酒店板块中唯一实现盈利的公司, 主要是公司出售部分子公司股权产生了一次性收益; 扣非后归母净利-0.9 亿元 (同比-232.2%), 亏损幅度相对较小, 主要受益政府采购的支持; 经营活动现金流净流出 13.5 亿元 (同比-2684.3%); 毛利率 35.3% (同比-53.2pct); 净利率 7.1% (同比-2.7pct); 20Q1 净增酒店 133 家 (去年同期净增 188 家), 疫情并未停止公司扩张的步伐。

图表 22: 首旅酒店近年财务报表摘要

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营收 (亿元)	13.3	65.2	84.2	85.4	83.1	8.0
YoY	-52.2%	389.4%	29.0%	1.4%	-2.7%	-58.8%
归母净利 (亿元)	1.0	2.1	6.3	8.6	8.9	-5.3
YoY	-11.0%	110.7%	199.1%	35.8%	3.3%	-811.3%
扣非后归母净利 (亿元)	0.3	1.5	6.0	6.9	8.2	-5.2
YoY	-67.9%	362.6%	309.6%	16.0%	18.3%	-1028.4%
经营活动现金流 (亿元)	3.6	14.8	20.7	19.2	18.0	-5.2
YoY	47.6%	307.5%	39.3%	-7.0%	-6.2%	-426.7%
毛利率	86.4%	94.5%	94.6%	94.5%	93.7%	-43.5%
净利率	8.5%	5.1%	7.8%	10.5%	11.1%	-67.5%

资料来源: wind、国盛证券研究所

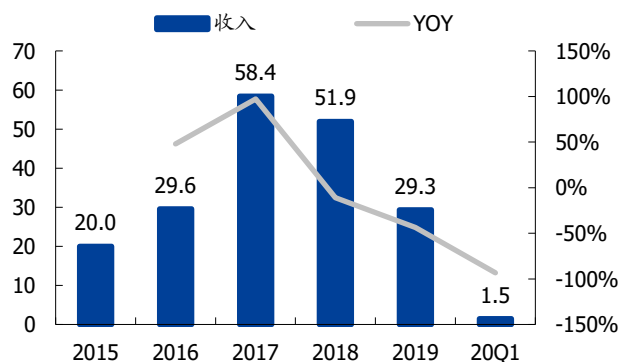
首旅酒店轻资产战略下稳步扩张, 业绩提升明显。2019 年首旅酒店营收 83.1 亿元 (同比-2.7%); 归母净利 8.9 亿元 (同比+3.3%); 扣非后归母净利 8.2 亿元 (同比+18.3%); 经营活动现金流净流入 18 亿元 (同比-6.2%); 毛利率 93.7% (同比-0.8pct); 净利率 11.1% (同比+0.6pct)。2019 年净增加酒店数 401 家至 4450 家, 较年初同比+9.9%;

酒店扩张小幅加快，去年同期净增 337 家。

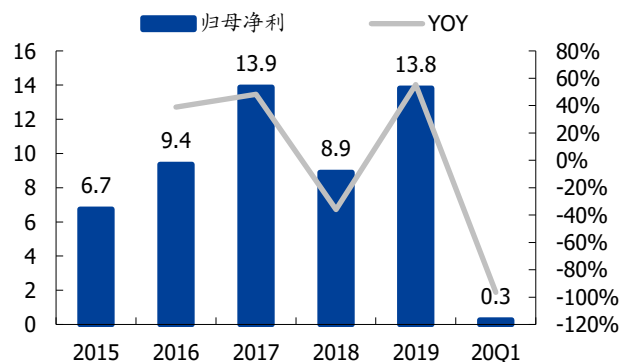
20Q1 公司业绩受疫情影响明显，净利同比大幅下滑。20Q1 公司营收 8.0 亿元（同比-58.8%）；归母净利-5.3 亿元（同比-811.3%）；扣非后归母净利-5.2 亿元（同比-1028.4%），由于公司直营店占比相对较高（19%），直营店由于大量的固定成本，如人工、租金、折旧费等，在疫情发生后收入锐减的情况下导致了较大的亏损；经营活动现金流净流出 5.2 亿元（同比-426.7%）；毛利率-43.5%（同比-137.5pct）；净利率-67.5%（同比-72.6pct）；20Q1 公司新开酒店 62 家，关店 100 家，酒店净减少 38 家；但其中也有结构性变化，中高端酒店数由 2019 年底的 945 家增长至 964 家，实现了逆势扩张。

2.2、人工景点：异地扩张稳步推进，项目先后落地

图表 23：2015-2020Q1 人工景点板块收入情况（亿元）



图表 24：2015-2020Q1 人工景点板块归母净利情况（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

资料来源：wind、国盛证券研究所

2019 年人工景区业绩快速增长，板块景气度维持在较高水平。2019 年人工景点板块总收入 29.3 亿元（同比-43.6%），归母净利 13.8 亿元（同比+55.4%）。若不考虑宋城演艺六间房出表与三湘印象剔除板块的影响，2019 年收入/归母净利增速分别为+26%/+63.7%，主要得益于宋城演艺新项目的开业及成熟，丽江、桂林、张家界项目的业绩增长表现突出。

旅游演艺项目受疫情影响停业至今，20Q1 行业受影响最大。由于千古情系列旅游演艺项目涉及的主题公园及室内剧院通风性较差且人流密集，自 1 月 24 日停演后至今仍未恢复营业。20Q1 人工景点板块总收入仅 1.5 亿元（同比-21.7%），归母净利 0.3 亿元（同比-96.5%），表明疫情影响下，人工景区经营业绩受到了较大冲击。未来业绩复苏时点取决于疫情在全国范围内的控制情况，伴随近期相关政策的放松，我们预计室内演艺项目也将于近期重新营业。

图表 25: 宋城演艺近年财务报表摘要

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营收 (亿元)	17.0	26.4	30.2	32.1	26.1	1.3
YoY	81.2%	56.1%	14.4%	6.2%	-18.7%	-83.7%
归母净利 (亿元)	6.3	9.0	10.7	12.9	13.4	0.5
YoY	74.6%	43.1%	18.3%	20.6%	4.1%	-86.5%
扣非后归母净利 (亿元)	6.3	8.9	11.1	12.8	12.2	0.2
YoY	83.6%	39.9%	24.8%	15.6%	-4.5%	-94.9%
经营活动现金流 (亿元)	9.2	10.3	17.6	16.5	15.7	-0.2
YoY	73.4%	12.6%	71.2%	-6.6%	-4.6%	-102.9%
毛利率	66.7%	61.7%	63.2%	66.4%	71.4%	76.3%
净利率	38.1%	34.7%	35.4%	39.8%	52.3%	34.1%

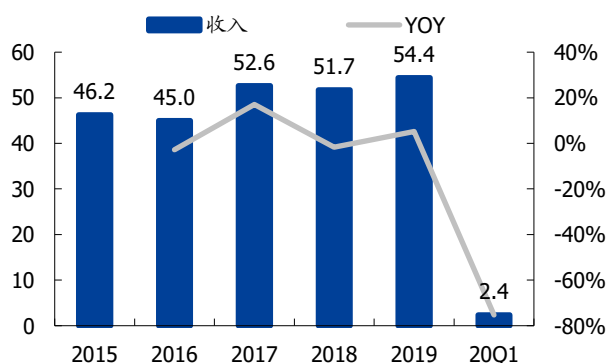
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2019 年宋城演艺存量项目业绩稳定增长, 新开项目表现优异。2019 年宋城演艺营收 26.1 亿元 (同比-18.7%), 扣除六间房影响后线下演艺部分同比+12.7%; 归母净利 13.4 亿元 (同比+4.1%), 扣非后归母净利 12.2 亿元 (同比-4.5%), 若剔除线上演艺部分影响, 则公司 2019 年归母净利/扣非后归母净利同比+18.1%/+23%; 经营活动现金流净流入 15.7 亿元 (同比-4.6%); 毛利率 71.4% (同比+5pct); 净利率 52.3% (同比+12.5pct)。变化主要系六间房重组的影响。2019 年杭州宋城/三亚千古情项目分别实现收入 9.2/3.9 亿元, 同比-1.8%/-8%, 小幅下滑, 丽江/桂林项目营收分别同比增长 25%/277%, 仅开业半年的张家界项目实现收入 0.65 亿元, 表现优异。

20Q1 疫情之下仍然实现盈利, 新项目稳步推进。20Q1 公司营收 1.3 亿元 (同比-83.7%); 归母净利 0.5 亿元 (同比-86.5%); 扣非后归母净利 0.2 亿元 (同比-94.9%); 经营活动现金流净流出 0.2 亿元 (同比-102.9%); 毛利率 76.3% (同比+6.6pct); 净利率 34.1% (同比-13.3pct)。20Q1 公司在开业不到一个月的情况下仍实现了盈利, 展现了公司较强的成本控制能力。新项目仍稳步推进中, 西安、上海、新郑项目预计最早将在今年落地。截至 20Q1, 公司仍有 15 亿现金及 9.5 亿交易性金融资产 (其中 7.4 亿理财产品), 在手现金充足。

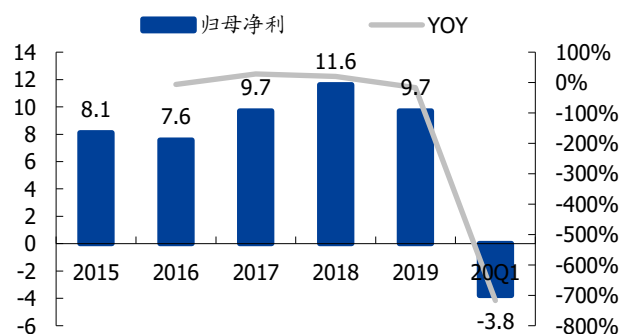
2.3、自然景区: 客流增长放缓, 业绩整体较为平淡

图表 26: 2015-2020Q1 自然景点板块收入情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 27: 2015-2020Q1 自然景点板块归母净利情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

受 2018 年门票降价政策影响，2019 年自然景区业绩普遍承压。2019 年自然景区板块实现收入 54.4 亿元（同比+5.2%），归母净利 9.7 亿元（同比-16.5%）。近年来受客流增速放缓及门票降价等不利因素的冲击，自然景区整体表现较位平淡。

现金压力相对较小，20Q1 客流稳步复苏中。20Q1 板块实现收入 2.4 亿元（同比-75.3%），归母净利-3.8 亿元（同比-717.1%），纳入统计范围内的 8 家上市公司均小幅亏损。虽然目前国内主要自然景区仍实施限流参观的政策，景区接待量不能超过景区核定承载量的 30%，但疫情对游客出游的情绪影响正逐步衰减。清明节期间全国旅游接待人数与全国旅游收入较上年同期分别同比-61.4%/-82.8%，五一数据环比清明已得到显著改善，旅游人次/收入分别同比-41.3%/-59.6%，降幅分别收窄了 20.1pct/23.2pct，景区客流预计在三季度有望基本恢复。

图表 28: 天目湖近年财务报表摘要

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营收（亿元）	4.2	4.2	4.6	4.9	5.0	0.2
YoY	3.5%	-0.3%	9.2%	6.2%	2.8%	-76.2%
归母净利（亿元）	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	-0.3
YoY	-5.1%	28.2%	21.9%	22.2%	19.9%	-276.0%
扣非后归母净利（亿元）	0.5	0.7	0.8	0.9	1.2	-0.3
YoY	5.9%	31.4%	21.9%	12.3%	29.6%	-292.8%
经营活动现金流（亿元）	4.5	4.5	4.8	5.5	5.7	0.5
YoY	3.7%	1.3%	6.9%	13.0%	4.6%	-91.9%
毛利率	66.2%	65.1%	63.7%	62.1%	65.3%	-50.6%
净利率	14.8%	19.0%	21.2%	24.1%	28.2%	-140.7%

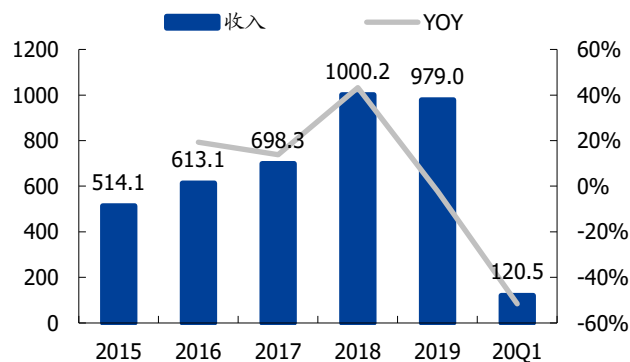
资料来源: wind、国盛证券研究所

2019 年天目湖业绩稳健增长，成本费用改善带动公司盈利能力提升。2019 年天目湖营收 5.0 亿元（同比+2.8%）；归母净利 1.2 亿元（同比+19.9%）；扣非后归母净利 1.2 亿元（同比+29.6%）；经营活动现金流净流入 5.7 亿元（同比+4.6%）；期内公司资产折旧费用、能源费用、修理费用减少带动营业成本下降，2019 年公司营业总成本 3.2 亿元（同比-8.1pct），毛利率 65.3%（同比+3.2pct）；净利率 28.2%（同比+4.1pct）。

20Q1 公司业绩下滑较大，Q2 有望企稳回升。20Q1 公司营收 0.2 亿元（同比-76.2%）；归母净利-0.3 亿元（同比-276%）；扣非后归母净利-0.3 亿元（同比-292.8%）；经营活动现金流净入 0.5 亿元（同比-91.9%）；毛利率-50.6%（同比-108.7pct）；净利率-140.7%（同比-158.6pct）；业绩大幅下滑主要由于公司主要景区于 1 月 24 日起闭园停业所致，目前公司旗下景区已于 3 月 20 日重新恢复营业，五一前三天公司共接待游客 19.6 万人次，环比清明期间+750%。在国内周边游率先回暖的背景下，预计公司 20Q2 业绩也将迎来复苏。

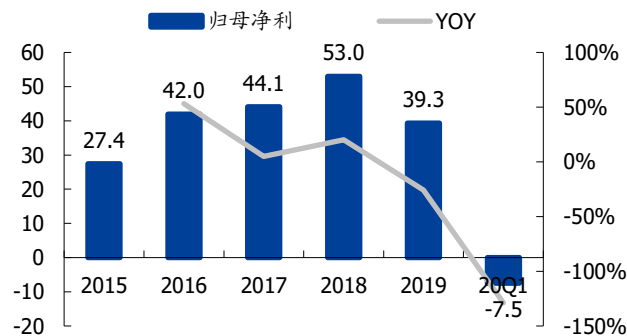
2.4、旅游综合：出境游回暖仍待时日，免税业绩表现靓丽

图表 29: 2015-2020Q1 旅游综合板块收入情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 2015-2020Q1 旅游综合板块归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

2019 年旅游综合行业整体表现一般, 免税业绩高速增长。2019 年旅游综合板块实现收入 979 亿元 (同比-2.1%), 归母净利 39.3 亿元 (同比-25.8%), 归母净利大幅下滑主要是受腾邦国际计提大额资产减值损失及信用减值损失所拖累。若剔除腾邦国际影响, 则 19 年收入/归母净利增速分别为-0.56%/+7.4%; 出境游受巴厘岛火山爆发、普吉岛沉船事件、香港、台湾等事件影响整体表现较差, 行业龙头凯撒旅业、中青旅、众信旅游、岭南控股合计营收 406.8 亿元 (同比+2.49%), 扣非后归母净利 7.3 亿元 (同比-11.6%);

图表 31: 中国国旅近年财务报表摘要

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
营收 (亿元)	212.9	223.9	282.8	470.1	479.7	76.4
YoY	6.8%	5.2%	26.3%	66.2%	2.0%	-44.2%
归母净利 (亿元)	15.1	18.1	25.3	31.0	46.3	-1.2
YoY	2.4%	20.1%	40.0%	22.3%	49.6%	-105.2%
扣非后归母净利 (亿元)	14.9	18.0	24.6	31.4	38.3	-1.2
YoY	2.6%	20.2%	37.0%	27.8%	21.8%	-107.6%
经营活动现金流 (亿元)	15.2	19.4	30.2	27.2	29.3	-7.4
YoY	5.0%	23.3%	55.8%	-9.8%	7.5%	-120.3%
毛利率	24.4%	25.1%	29.8%	41.5%	49.4%	42.6%
净利率	8.1%	9.1%	10.4%	8.4%	11.3%	-6.2%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

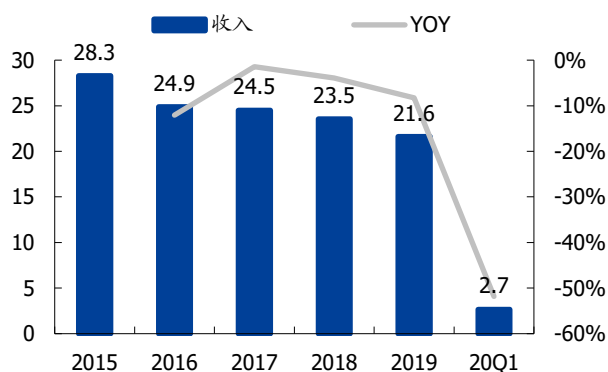
2019 年中国国旅表现靓丽, 业绩同比大增近五成。2019 年中国国旅实现收入 479.7 亿元 (同比+2.0%), 其中免税业务收入 458.2 亿元 (同比+37.9%); 归母净利 46.3 亿元 (同比+49.6%); 扣非后归母净利 38.3 亿元 (同比+21.8%); 经营活动现金流净流入 29.3 亿元 (同比+7.5%); 毛利率 49.4% (同比+7.9pct); 净利率 11.3% (同比+2.9pct), 表现优异。

20Q1 免税营收略超预期, 出境游仍待海外疫情拐点。受疫情影响中免集团旗下的三亚免税店于 1 月 26 日至 2 月 19 日停止经营, 为减轻疫情的冲击公司加速推进线上免税业务并加大了促销力度。20Q1 公司实现收入 76.4 亿元 (同比-44.2%), 归母净利-1.2 亿元 (同比-105.2%), 降幅较大主要由于去年同期公司净利润中包含转让国旅总社带来的收益; 经营活动现金流净流出 7.4 亿元 (同比-120.3%); 毛利率 42.6% (同比-6.9pct);

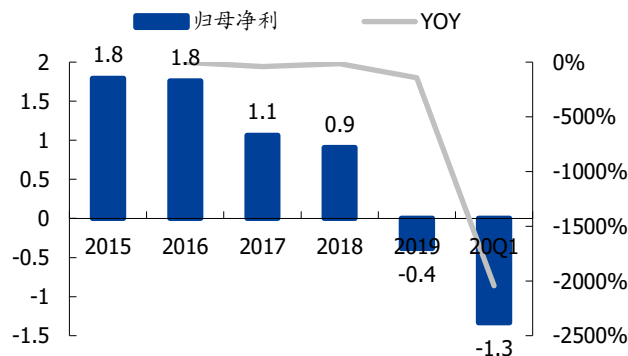
净利率-6.2% (同比-25.2pct)。目前海外疫情拐点迟迟未至,出境游承压下利好消费回流,利好国内免税业务。

2.5、餐饮: 板块整体表现不佳,“老字号”静待新转机

图表 32: 2015-2020Q1 餐饮板块收入情况 (亿元)



图表 33: 2015-2020Q1 餐饮板块归母净利情况 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

A 股餐饮板块整体经营较惨淡, 业绩表现不尽人意。2019 年餐饮板块实现收入 21.6 亿元 (同比-8.3%), 归母净利-0.4 亿元 (同比-142.3%)。西安饮食扣非后归母净利连续七年亏损, 全聚德 19 年收入/扣非后归母净利同比-11.9%/-64.9%。20Q1 疫情冲击下, 板块实现收入 2.7 亿元 (同比-51.8%), 归母净利-1.3 亿元 (同比-2043.2%), 去年同期为-0.06 亿元。A 股餐饮企业上市较早, 多数由于近年来经营思维和组织体系未能及时转变, 业绩表现不尽人意。后续可期待国企改革为企业带来新的活力。

三、投资建议

2019 年社服行业整体表现平稳, 剔除一次性因素后仍实现了增长, 但板块间分化显著。人文景区异地扩张稳步推进, 实现了收入和利润的提升, 业绩稳步增长。自然景区受限客流增长放缓及景区降价的影响, 近年来业绩表现平淡。酒店板块内分化明显, 连锁酒店持续扩张, 欣欣向荣; 单体酒店经营困难, 持续亏损。旅游综合服务内也出现了较大分化, 传统旅行社步履维艰, 免税零售销售额持续增长。A 股餐饮板块由于上市时间早, 经营理念和组织体制较为落后, 常年亏损。

2020Q1 疫情发生后, 对行业造成了全面的冲击, 但对公司的价值判断来说是个很好的试金石, 公司管理能力、成本控制能力的强弱在灾难发生后一览无余。成本控制力强、组织管理能力好的公司在疫情发生后, 第一时间组织动员了公司的所有资源全力应对, 并积极管控成本, 在 20Q1 将损失控制在相对较小的范围内, 如锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、中国国旅等。组织能力较差的公司, 在应对疫情时显得有些心有余而力不足, 亏损严重。

站在当下, 经过近期的市场修复, 板块位置已经基本上回到疫情发生前的水平, 已经较难寻估值严重低估的优质个股。我们认为此时投资应重回公司的基本面, 寻找长期确定性高、符合居民消费发展方向和公司经营管理优良的细分板块和个股。如连锁酒店、有

异地扩张能力的景区、优质餐饮企业等。重点推荐：锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、天目湖等。

图表 34: 重要公司盈利预测

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600754	锦江酒店	买入	1.16	0.75	1.38	1.56	24.2	37.4	20.4	18.1
603043	广州酒家	买入	0.95	1.19	1.55	1.79	31.4	25.1	19.3	16.7
300144	宋城演艺	增持	0.88	0.61	1.12	1.33	34.4	49.3	27.1	22.8
603136	天目湖	买入	1.11	0.7	1.24	1.37	20.7	32.8	18.6	16.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（注：EPS 预测来自国盛证券预测和 wind 一致预期）

四、风险提示

疫情反向输入的风险。虽然国内 COVID-19 疫情已经得到了控制，但是在海外目前仍在持续扩散。若出现境外疫情反向输入的情况，则可能对国内的需求造成二次伤害。

行业竞争加剧的风险。部分细分行业整体进入门槛较低，若行业竞争加剧，则可能对已有企业造成经营和财务上的压力。

宏观经济下行的风险。国内需求正处于缓慢复苏的过程，若经济进一步下行，则可能对各行各业都产生较大的不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com