

证券研究报告—深度报告

社会服务

19 年年报及 20 年一季报总结

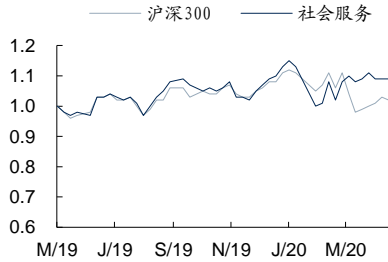
超配

(维持评级)

2020 年 05 月 05 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业专题



相关研究报告:

《4 月投资策略暨一季报前瞻: 板块一季报预计承压, 龙头相对仍有支撑》——2020-04-14
《免税行业专题: 从产业链上下游, 再论牌照与规模》——2020-04-14
《免税行业快评: 顶层设计宣示地位, 刺激内需空间广阔》——2020-03-16
《社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策带来信心》——2020-03-15
《灵活用工系列专题二: 灵活用工兴起, 谁将拔得头筹?》——2020-03-04

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991
E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

疫情不改中线逻辑, 强者依旧恒强

● 2019 年: 整体增速放缓, 子板块分化, 免税演艺持续靓丽

2019 年, 受宏观经济、门票降价及权重股部分业务剥离影响, 旅游板块营收同比持平 (剔除剥离影响收入增约 12%)、业绩-8.0%、扣非-9.8%, 增速较去年同期 12%-13% 的增速明显放缓; 重点公司扣非-8.7% 略优于整体。子板块分化, 免税、演艺剔除剥离业务等相关影响, 主业业绩分别+34%/+18%, 弱市下依旧亮眼。酒店虽受宏观经济影响, 但通过加盟扩张、控费增效、低基数等扣非主业增 31%, 表现良好。出境游受宏观、汇率及部分目的地拖累, 业绩下滑 458%。景区虽门票降价, 但控费增效下扣非业绩仅微降 3%。餐饮中广州酒家整体表现稳健。

● 2019Q4: 收入相对平稳, 费用增加及减值损失等进一步拖累业绩

2019Q4, 受上述因素影响, 旅游板块较 Q1-3 进一步承压, Q4 收入下滑 2.2%; 业绩由盈转亏下滑 170.7%, 环比下滑幅度加大, 除大环境欠佳等因素外, 与部分权重股 Q4 费用或资产减值损失扰动相关。

● 2020Q1: 疫情影响下板块收入业绩全面承压, 3 月后股价反弹

2020Q1, 受疫情影响, 旅游板块收入业绩全面承压: 板块收入下滑 49%, 业绩下滑 151%, 扣非业绩下滑 194%。从股价表现来看, 疫情后今年旅游板块曾两次探底, 一是春节后情绪宣泄, 二是 3 月因国外疫情扩散和国内复园节奏扰动承压, 但 4 月后伴随国内复工复产进度逐步反弹, 板块反弹+22.45%。旅游板块今年 1-4 月整体下跌 2.59%, 大部分收回失地。个股来看, 综合阶段冲击和反弹, 中国国旅 (+35.86%)、宋城演艺 (+19.42%)、锦江酒店 (+21.81%) 等优质龙头整体表现突出, 而凯撒旅业因引入战略和拟加强免税布局, 3 月底以来反弹显著 (+42.83%)。

● 疫情不改中线逻辑, 强者依旧恒强, 维持板块“超配”评级

维持板块中线“超配”。2019 年, 旅游板块整体仍强者恒强, 免税最突出, 演艺和部分酒店龙头表现良好, 景区受门票降价影响, 出境游有所承压。2020 年以来, 受国内外疫情影响, 板块整体承压, 但从股价表现来看, 优势龙头虽阶段扰动, 但依托中线逻辑支撑, 反弹仍突出。考虑 5 月全国餐饮旅游消费有望进一步松绑, 且上海迪士尼等景区有望 5 月中下旬恢复开业等彰显积极信号, 鉴于此, 我们短期重点推荐: 中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、科锐国际等; 中线继续立足“赛道+格局+质地”, 推荐: 中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家、凯撒旅业、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山 A、黄山旅游、三特索道等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601888	中国国旅	买入	91.30	178,261	1.03	2.84	88.29	32.14
002607	中公教育	买入	25.79	159,057	0.38	0.51	68.34	51.02
300144	宋城演艺	买入	29.83	43,331	0.38	1.15	78.68	25.91
300010	立思辰	买入	16.83	14,614	-0.04	0.41	-420.75	41.05
300662	科锐国际	增持	38.32	6,985	0.92	1.22	41.57	31.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

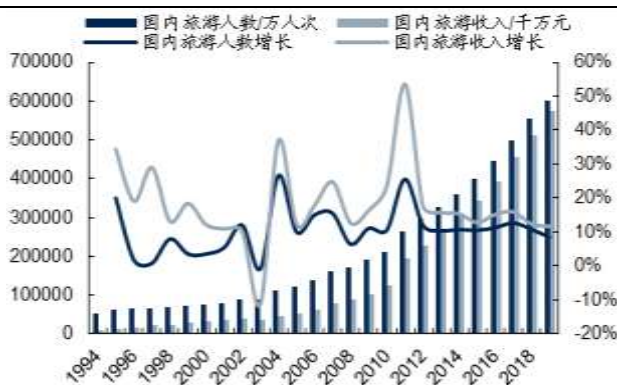
行业回顾：国内游稳定增长，出境游因香港游放缓

根据文化和旅游部《2019年旅游市场基本情况》：2019年，旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长，国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长。全年实现旅游总收入6.63万亿元，增长11%。初步测算，2019年全国旅游业对GDP的综合贡献为10.94万亿元，占GDP总量的11.05%，与18年持平。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7987万人，占全国就业总人口的10.31%。

国内游：2019年国内旅游收入增长11.7%，较18年略有放缓

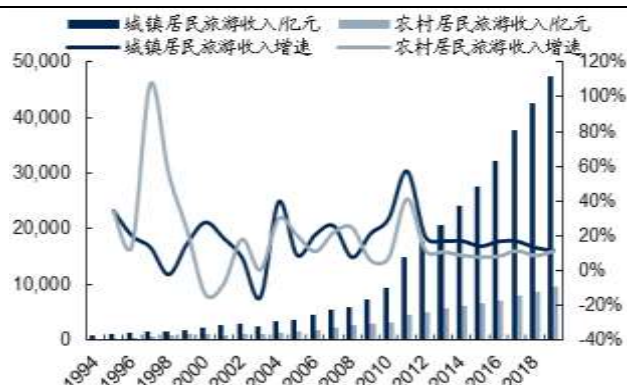
根据国内旅游抽样调查结果，2019年全年，受宏观经济等影响，国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%，较18年放缓2.4pct。其中，城镇居民44.71亿人次，增长8.5%；农村居民15.35亿人次，增长8.1%。国内旅游收入5.73万亿元，上年同期增长11.7%，较18年放缓0.6pct。其中，城镇居民花费4.75万亿元，增长11.6%；农村居民花费0.97万亿元，增长12.1%。

图1：2019年国内旅游收入增长11.7%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图2：城镇居民与农村居民旅游收入增长变化趋势

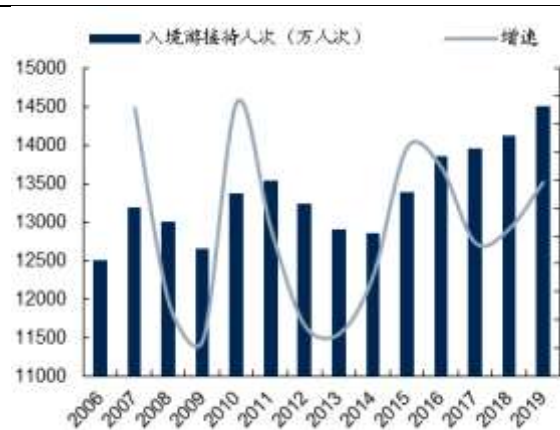


资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

入境游：2019年入境游人数增长2.9%，较18年回升1.7pct

2019年，入境旅游人数1.45亿人次，同比增长2.9%，较2018年增速进一步回升。其中：外国人3188万人次，增长4.4%；香港同胞8050万人次，增长1.4%；澳门同胞2679万人次，增长6.5%；台湾同胞613万人次，与上年同期基本持平。

图3：2019年入境游人数增长2.9%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图4：2019年出境游人数增长3.3%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理
注释：14年之前为“出境人次”，14年及以后为“出境游人次”

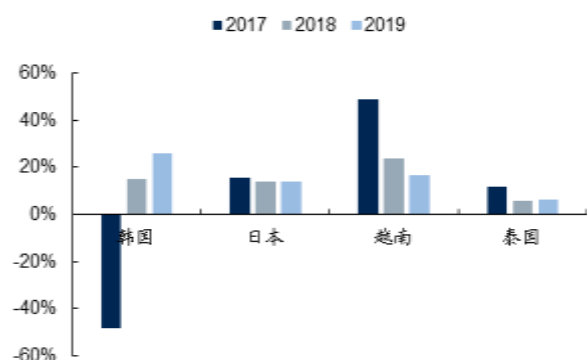
2019 年，入境过夜旅游人数 6573 万人次，比上年同期增长 4.5%。其中：外国人 2493 万人次，增长 5.5%；香港同胞 2917 万人次，增长 3.5%；澳门同胞 611 万人次，增长 10.4%；台湾同胞 552 万人次，下降 0.2%。

2019 年，国际旅游收入 1313 亿美元，比上年同期增长 3.3%。其中：外国人在华花费 771 亿美元，增 5.4%；香港同胞在内地花费 285 亿美元，下降 2.0%；澳门同胞在内地花费 95 亿美元，增长 9.4%；台湾同胞花费 162 亿美元，下降 0.2%。

出境游：2019 年出境游增 3.3%，港澳游拖累，但日韩游支撑

2019 年全年中国公民出境旅游人数 1.55 亿人次，比上年同期增长 3.3%，增速相比于 2018 年的 14.7%有明显放缓，预计主要受人数占比高的港澳台游拖累。具体来看，2019 年，澳门游人次同比增长 10.5%，台湾游人次增 0.7%，香港游人次同比下滑 14.2%，港澳台游合计下滑 5.8%，预计主要受局部事件及大陆部分城市取消赴台个人游试点影响，拖累出境游整体增长。与此同时，2019 年出国游人数同比增长 13.9%，较 2018 年的 15.7%略微放缓，韩国线、日本线分别增长 25.8%/13.7%表现较好，泰国线低基数下同增 6.2%（上半年沉船事件影响还未完全消退）。

图 5：主要出境游目的地增长状况



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

图 6：出境游构成与增长情况



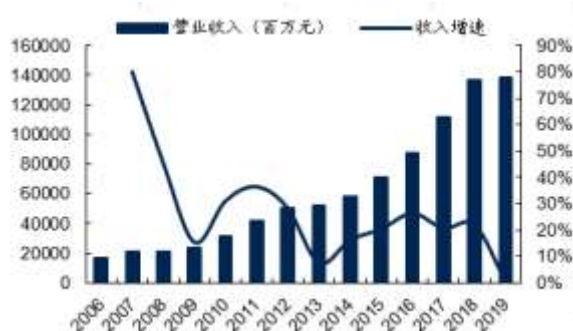
资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理
注释：14 年之前为“出境人次”，14 年及以后为“出境游人次”

2019 年报总结：收入同比持平，业绩下滑 8%

2019 年旅游板块收入同比持平，业绩同比下滑 8%

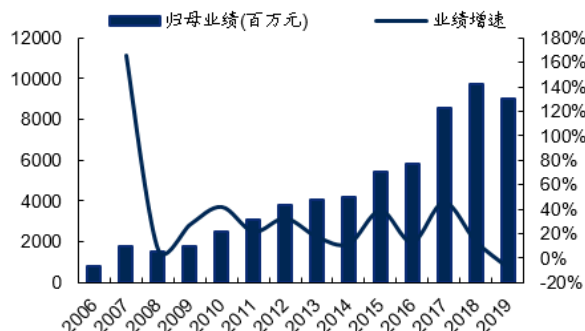
2019 年，在考虑追溯调整的情况下，旅游板块整体营收微增 0.43%，较 2018 年增速（22.00%）大幅放缓，主要与宏观经济欠佳下出境游板块收入承压，同时权重股中国国旅、宋城演艺等业务剥离所致，剔除中国国旅、宋城演艺业务剥离影响板块整体 2019 年收入增长约 12%，相对良好；板块 2019 年归母业绩下滑 7.97%（剔除中国国旅和宋城演艺业务调整影响下滑约 11%），系 2007 年以来归母业绩增速首次出现负增长，扣非后下滑 9.84%，也系 2007 年以来低谷（过往仅 2013 年扣非业绩下滑 1.18%，其他年份亦均为正增长），主要与出境游板块承压、景区门票降价下业绩有所承压等因素相关。

图 7：2019 年旅游板块收入增长 0.43%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

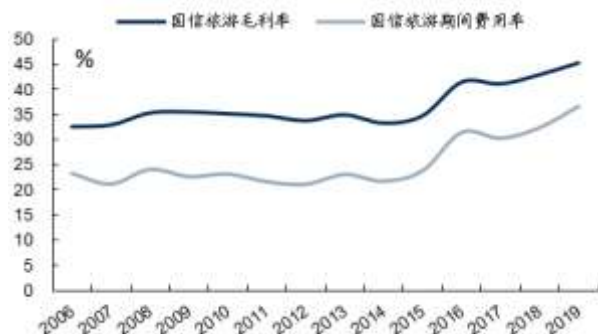
图 8：2019 年旅游板块业绩下滑 7.97%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

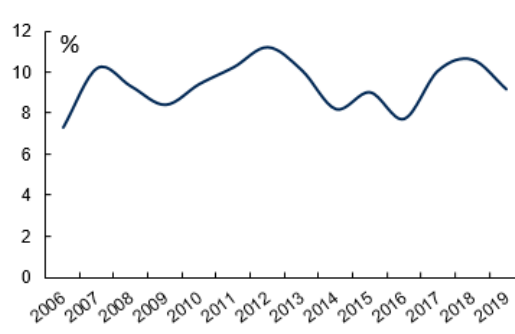
从旅游板块的经营能力来看：2019 年，旅游板块整体毛利率为 45.29%（整体法），与 2018 年相比上升 2.35pct，主要受权重股中国国旅、宋城演艺剥离业务聚焦主业后毛利率大幅提升所致（中国国旅剥离低毛利率的国旅总社，整体毛利率 +7.94pct，宋城演艺六间房出表，毛利率 +4.96pct），其他板块毛利率则有不同程度承压；期间费用率为 36.59%（整体法），较 2018 年上升了 4.27pct，主要受中国国旅销售费用率提升影响（剥离国旅总社以及机场租赁费增加等影响）；旅游板块摊薄后 ROE 为 9.18%（整体法），较 2018 年下滑 1.44pct，主要系受出境游（同比下滑 27.63pct，经济承压下板块盈利能力压力较大）、综合（同比下滑 7.66pct）板块 ROE 拖累。

图 9：2006-2019 年旅游板块毛利率和期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2006-2019 年旅游板块 ROE 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

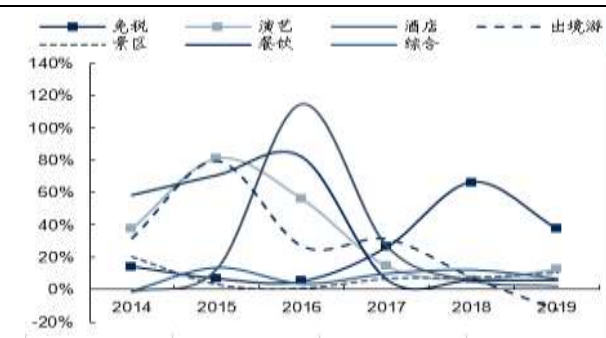
2019 年子行业分化：免税依旧靓丽，演艺良好，出境游承压

为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 30 个上市公司（与以往相比，

号百控股从组合剔除)分为7个子板块。分别是免税类(中国国旅),景区类(张家界、峨眉山A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、黄山旅游、中青旅、大连圣亚、长白山、天目湖、九华旅游),酒店类(首旅酒店、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、大东海A),出境游类(凯撒旅游、众信旅游等),餐饮类(广州酒家、全聚德、西安饮食),演艺类(宋城演艺),综合类(岭南控股、西安旅游、西藏旅游、国旅联合、云南旅游、曲江文旅)。

具体来看旅游各子板块,在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后,其中进一步对权重股进行处理,中国国旅进一步考虑剔除剥离国旅总社及国旅投资扰动影响、宋城演艺剔除剥离六间房影响。从营收增速来看,免税(37.35%)>演艺(12.68%)>景区(10.01%)>综合(6.66%)>餐饮(5.93%)>酒店(1.88%)>出境游(-13.00%),免税收入增速最为领先,其次系演艺业务,而出境游承压明显。

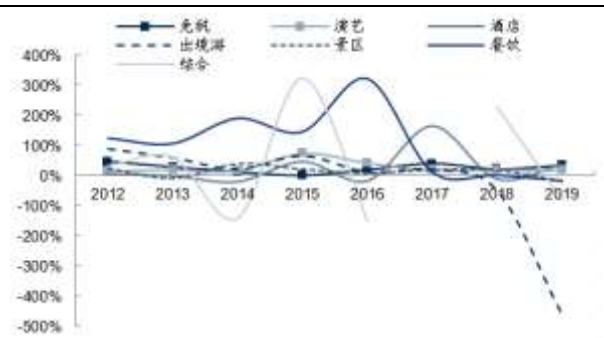
图 11: 2019 年旅游各板块营收增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 以上测算考虑了追溯调整的影响; 中国国旅/宋城演艺考虑剥离影响

图 12: 2019 年旅游各板块业绩增速

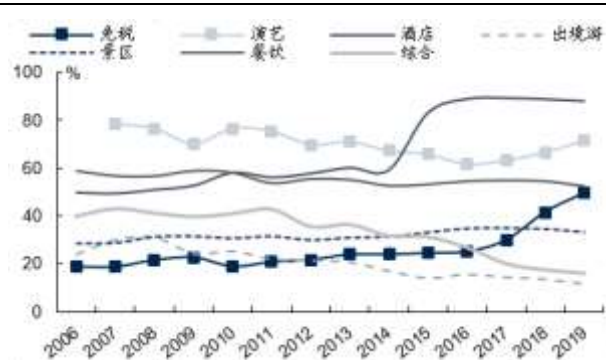


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 以上测算考虑了追溯调整的影响; 中国国旅/宋城演艺考虑剥离影响

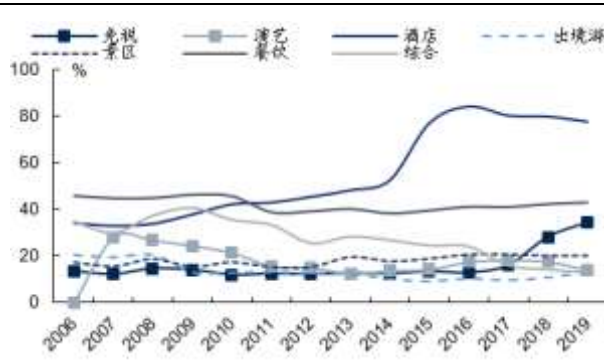
在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后,同样地,中国国旅剔除剥离国旅总社及国旅投资扰动、宋城演艺剔除剥离六间房影响。从业绩来看,酒店(36.61%)>免税(33.80%)>演艺(18.05%)>景区(-17.25%)>餐饮(-18.18%)>综合(-78.12%)>出境游(-458.46%),酒店子板块业绩增速最高,但与2018年同期华天酒店巨亏,但今年有非经贡献等因素相关,从主业增长的角度,仍系免税领先,其次系酒店和演艺,出境游业绩增速垫底。

图 13: 2006-2019 年各子板块毛利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2006-2019 年各子板块期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

免税聚焦中国国旅,剔除国旅总社剥离(确认投资收益7.56亿)及国旅投资(亏损2.31亿)扰动后,公司旗下中免收入同增37.35%,业绩同增33.80%,保持良好增长。其中三亚店表现靓丽,收入/业绩分别增30.64%/28.47%;日上上海、首都机场收入端表现良好,但因局部事件因素及促销毛利率下降等业绩下滑。此外汇率波动、计提存货跌价准备、购物积分、费用增加等多因素影响全年业绩。Q4扣

非业绩出现下滑，主要与因计提资产减值损失（免税存货及国旅投资）、递延收益及费用增加相关。

演艺板块继续保持稳定良好增长，剔除六间房影响，宋城演艺旅游演艺主业收入增 12.68%，存量项目稳定增长（业绩端杭州平稳、三亚下滑 12%、丽江增 46%）+ 新开项目表现良好+轻资产贡献，推动演艺主业业绩增 18.05%，进一步剔除其资产影响则主业业绩增近 20%。

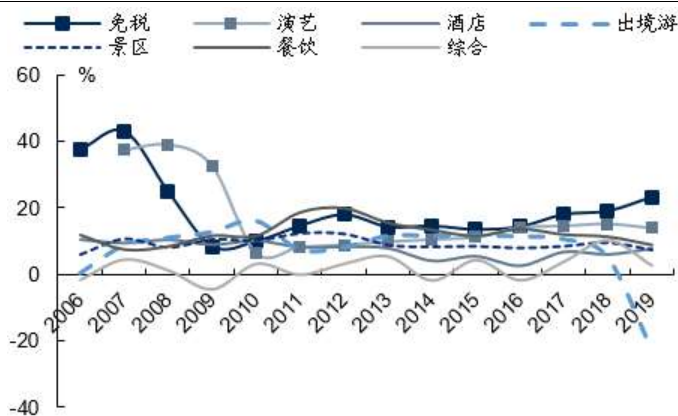
酒店板块在宏观经济承压以及加盟扩张等综合影响下，收入增速进一步放缓，全年同比增长 1.88%（18 年+5.12%）。其中部分单体高星级酒店业绩在 18 年低基数基础上，同时因资产处置收益、政府补贴等，表现业绩快速增长；再加上首旅、锦江等龙头稳定增长，推动酒店子版块业绩同增 36.61%（扣非+31.43%）。具体看龙头，首旅酒店收入-2.67%、业绩+3.26%、扣非业绩+18.30%（剔除 2018 年南苑减值扰动则+5.75%）；锦江酒店收入+2.73%、业绩+0.93%、扣非业绩+20.69%，加盟扩张+费用控制推动主业较快增长。

出境游板块在宏观经济承压以及上半年东南亚未完全恢复等影响下，收入下滑 13.00%，叠加部分龙头商誉减值损失等影响，板块业绩整体下滑 458%（基数也较低），表现垫底。其中**众信旅游**业绩低基数基础上增 191%，凯撒旅业业绩同比下滑 35.28%。

景区板块在门票降价背景下，收入增长 10.01%，业绩同比下滑 17.25（扣非下滑 3.10%）。其中中青旅收入+14.58%、业绩-4.90%（扣非业绩-12.4%），主要系乌镇稳定增长+古北承压+古北地产收益同比大幅减少等影响。峨眉山 A 业绩增 8.1% 表现较好，其中索道表现靓丽，但门票降价拖累门票收入，整体控费增效良好。其他自然景区相对平稳。

餐饮板块相对稳定（收入+5.93%，业绩-18.18%），主要来自**广州酒家**支撑（收入+19.38%，业绩+0.06%），新产能上线带来阶段成本费用增加，相对拖累业绩。

图 15：2006-2019 年各子板块 ROE 走势



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综合来看，2019 年，各子板块整体毛利率排序为：酒店 (87.83%)>演艺 (71.39%)>餐饮 (52.50%)>免税 (49.40%)>景区 (33.16%)>综合 (15.92%)>出境游 (11.46%)；各子板块的期间费用率排序为：酒店 (77.70%)>餐饮 (43.07%)>免税 (34.32%)>景区 (20.04%)>演艺 (13.95%)>出境游 (13.02%)>综合 (12.51%)；摊薄后 ROE 排序为：免税 (23.27%)>演艺 (13.94%)>餐饮 (8.86%)>酒店 (7.98%)>景区 (7.38%)>综合 (2.44%)>出境游 (-22.37%)。

2019 年重点公司收入表现平稳，业绩下滑 5.86%

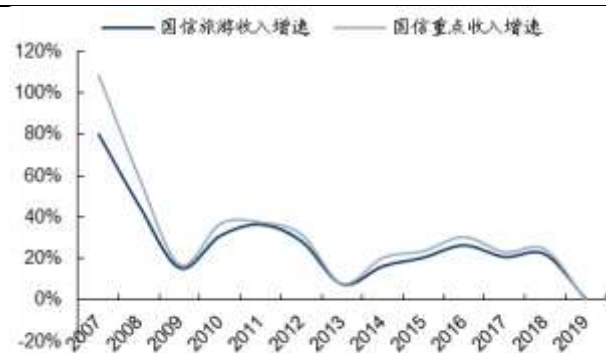
目前，我们重点跟踪 16 家旅游上市公司如下：中国国旅、中青旅、首旅酒店、黄山旅游、锦江酒店、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、宋城演艺、众信

旅游、凯撒旅游、广州酒家、天目湖等。

在考虑了追溯调整影响后，旅游重点公司 2019 年收入下滑 0.32%，业绩下滑 5.86%，扣非业绩下滑 8.68%，与旅游板块整体趋势大体一致，但略优于板块整体。重点公司 2019 年收入下滑主要与中国国旅、宋城演艺主业剥离相关，剔除其影响则重点公司收入整体增长约 13%，相对良好，主要来自中国免税收入增长 37.35% 支撑。同时，宋城演艺的旅游演艺收入增长 12%+，而广州酒家、中青旅收入端增势也较良好（分别增长 19.38%、14.58%），丽江旅游、桂林旅游、三特索道等则表现平稳（分别增 6.53%、5.77%、4.39%）。

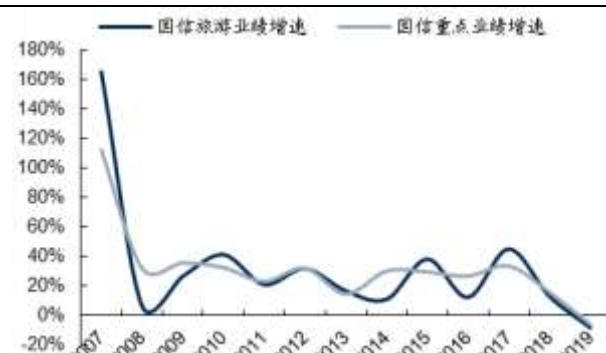
2019 年，旅游重点公司业绩下滑主要是受部分出境游、景区公司拖累。从业绩来看，权重股中国国旅业绩增长 49.58%，对重点公司业绩增长贡献极大，扣非增长 21.79%，构成支撑；宋城演艺因剥离六间房，表观业绩增 4.09%，但扣非后因六间房出表影响业绩略下滑；首旅酒店、锦江股份业绩分别增长 3.26%、0.93%。其他部分出境游、景区等的业绩下滑则拖累整体成长。

图 16：2019 年重点公司营收表现平稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

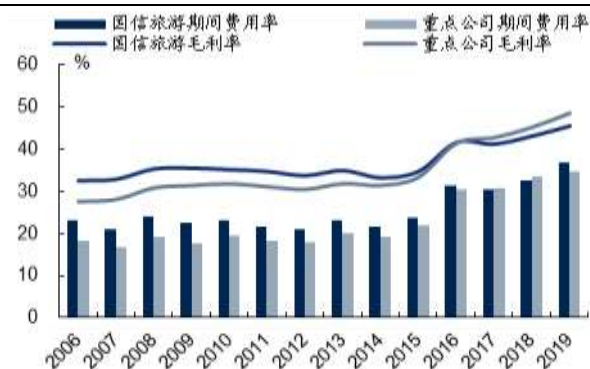
图 17：2019 年重点公司业绩整体下滑 5.86%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

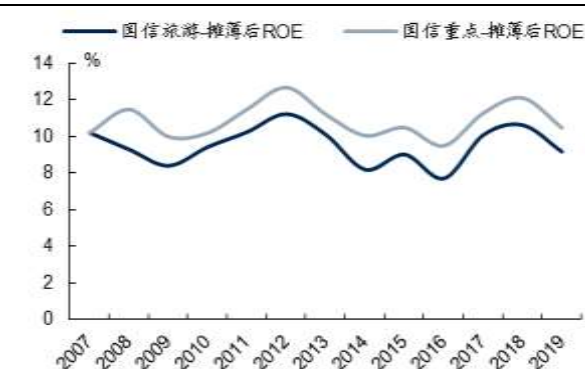
从经营能力来看，2019 年重点公司整体毛利率为 48.36%，较 2018 年上升 3.34pct；期间费用率 34.63%，较 2018 年增 1.24pct，其中毛利率与权重股中国国旅、宋城演艺剥离国旅总社、六间房后整体毛利率提升有关；期间费率主要系中国国旅业务剥离后销售费率较高所致。同时重点公司毛利率高于板块平均水平，而期间费用率则低于板块整体，重点公司成本费用结构优势更为明显。此外，重点公司 2019 年摊薄后 ROE 为 10.44%，较 2019 年下降 1.63pct，但仍高于旅游板块整体水平。

图 18：2006-2019 年重点公司毛利率和期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19：2007-2019 年重点公司整体 ROE 走势



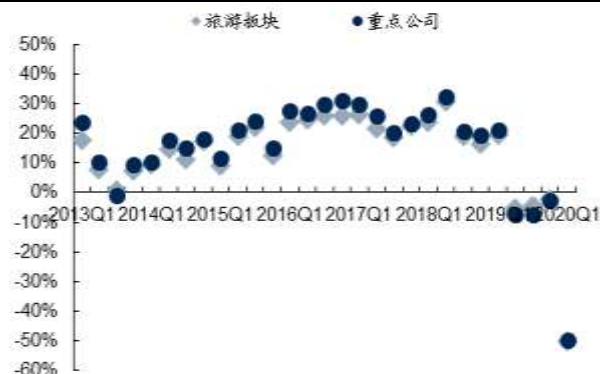
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019 分季度：Q1 相对良好，Q4 因减值损失等明显承压

2019 年，从旅游板块收入逐季度变化来看，Q1 相对表现良好，其他季度在业

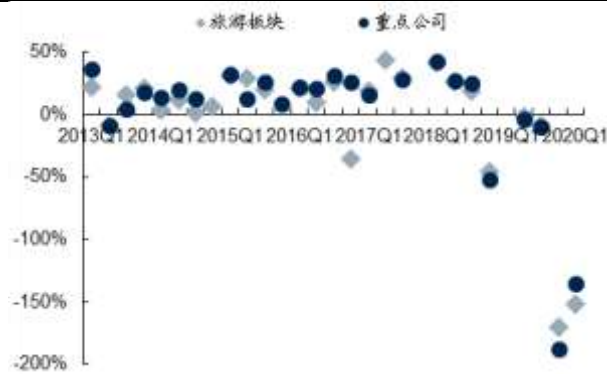
务剥离扰动下不同程度下滑，其中 Q4 因坏账、商誉减值损失等明显承压。**2019Q1** 在行业整体淡季总量较小，收入同增 19.42%，主要得益于权重个股中国国旅 19Q1 良好的表现（营收+54.72%，并表因素叠加内生高增长），以及演艺板块的良好增长，板块整体增长较快。Q2、Q3、Q4 受中国国旅及宋城演艺部分业务剥离，板块表现收入均呈下滑态势，但剔除这部分影响后较 Q1 增长仍有放缓。其中酒店、景区、出境游子版块等 Q2、Q3 与 Q1 趋势基本一致，Q4 则进一步承压，餐饮板块则因月饼销售影响在 Q3 表现最优。从**重点公司**的收入变化趋势来看，与旅游板块整体各季度变化趋势大致相当，Q1-Q4 收入分别同比+21.23%、-7.18%、-7.23%、-2.61%。

图 20：旅游板块各季度收入增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

图 21：旅游板块和重点公司业绩增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

2019 年，从旅游板块业绩逐季度变化来看，下半年尤其 Q4 承压明显。**19Q1** 行业淡季下板块业绩同增 54.52%，主要得益于中国国旅高增长（业绩+61.48%）。Q2、Q3、Q4 同样权重股业务剥离影响，板块表现业绩分别下滑 2%、9%、171%，但剔除业务剥离影响后较 Q1 增长仍有放缓。其中 Q4 因计提商誉减值、坏账减值损失等进一步承压，拖累全年业绩增长。

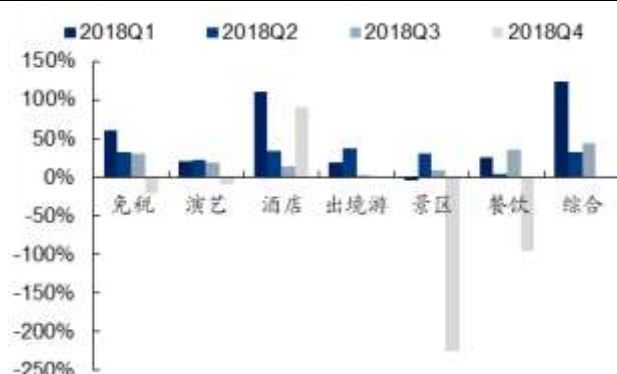
具体看 Q4 的表现：**2019 年 Q4**，在考虑了追溯调整影响后，国信旅游板块收入下滑 2.18%，业绩同比下滑 171%，相比前三季度进一步承压，主要是因宏观经济承压、计提商誉减值、费用增长等。

图 22：细分子板块逐季度收入增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

图 23：细分子板块逐季度扣非业绩增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响；出境游板块 Q4-1373%，综合板块-2130%。

具体来看，**免税板块**即中国国旅 Q4 公司收入同比下降 4.06%，业绩同比增长 11.26%，扣非业绩同比下滑 8.72%，主要与因计提资产减值损失（免税存货及国旅投资）、递延收益及费用增加相关。

演艺板块即宋城演艺 Q4 演艺主业收入基本平稳（三亚等仍受区域环境影响），但业绩同比增长约 20%，扣非业绩大增 50%+，与去年同期基数较低，今年同

期固定资产项目报废损失和商誉减值、桂林新增项目贡献等综合因素影响相关。

酒店板块 Q4 收入基本持平，业绩同增 5419%，其中中华天酒店、大东海等业绩在低基数基础上增长明显。**首旅酒店** Q4 业绩同增 198.61%，扣非业绩剔除 18Q4 计提南苑商誉减值影响同增约 18.07%，仍明显好于前三季度扣非增速（+3.75%）。**锦江酒店** Q4 业绩增 4.14%相对平稳，但扣非业绩因低基数+并购整合有效大增 49.13%。

出境游板块受宏观经济及 18 年泰国沉船事件低基数影响等，Q4 收入下滑 25.82%，业绩增亏 11.49 亿元。其中众信旅游 Q4 营收+10.47%，业绩亏损 0.46 亿元，减亏 1.39 亿元，主要与近两年计提商誉减值等扰动相关。凯撒旅业 Q4 收入+4.71%，亏损 0.91 亿元，同比减亏 23.01%，扣非后减亏 31.91%。

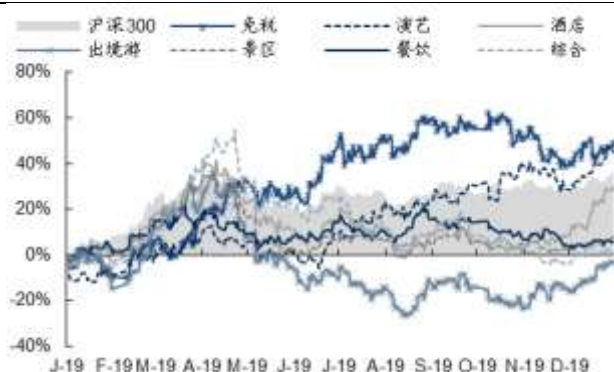
景区板块 Q4 收入同增 23.83%，业绩下滑 81.40%，但扣非业绩由亏转盈，主要受淡季及去年低基数影响。其中**中青旅** Q4 因旅行社等推动收入+35.16%，但古北地产收益扰动下业绩降 54.08%。**峨眉山 A** Q4 业绩/扣非业绩分别 -1.30%/+4.29%，保持稳定。

餐饮板块 Q4 收入增 4.09%，扣非业绩低基数基础上增 246.13%。其中**广州酒家** Q4 收入同增 18.53%，但业绩下降 31.28%，主要与成本费用增加等因素相关。

2019 年复盘：社服板块上涨 28%，业绩确定性和部分拐点龙头受关注

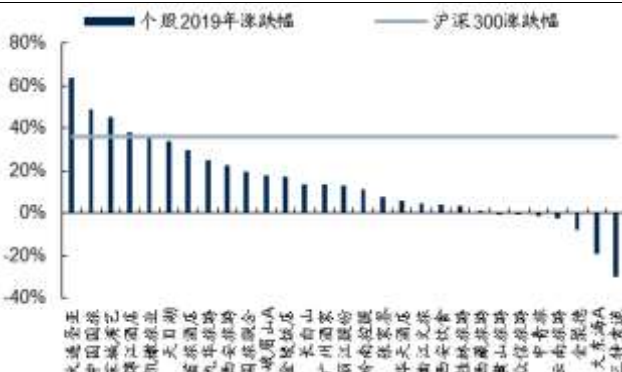
2019 年，社服板块累计涨幅为 28.16%，跑输沪深 300 指数 7.91pct，在 28 个申万行业排名第 10，相对居中。考虑去年板块排名第二，上述表现仍可圈可点，在板块整体盈利承压下，主要依靠部分权重板块的支持。具体来看，2019 年，社服板块中业绩表现良好、基本面相对有支撑的免税、演艺、酒店及部分景区龙头相对有支撑，但在宏观经济欠佳、景区政策性门票降价及去年同期高基数等背景下，多数景区、出境游等板块相对收益有所承压。

图 24：2019 年各子板块行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 25：2019 年餐饮旅游板块个股涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股方面，2019 年板块涨幅前十名分别为大连圣亚（举牌等因素）、中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、凯撒旅业、天目湖、首旅酒店、九华旅游、西安旅游、国旅联合。其中，从机构的角度，我们重点关注中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、凯撒旅业、天目湖、首旅酒店等。2019 年，中国国旅股价涨幅为 48.7%，主要系公司免税龙头地位凸显，主业收入业绩增速良好，长线逻辑有支撑；宋城演艺同期股价涨幅为 45.6%，与存量演艺项目稳定增长，新开项目表现靓丽，持续验证公司商业模式优势相关；锦江酒店、首旅酒店主要是系龙头地位支撑，同时锦江酒店加盟扩张迅速，二者 2019 年股份分别累计上涨 38.3%、29.9%；凯撒旅业在 2020 年东京奥运会及拟免税布局概念推动下股价上涨 37.2%；天目湖同比上涨 34.2%，主要系其业绩

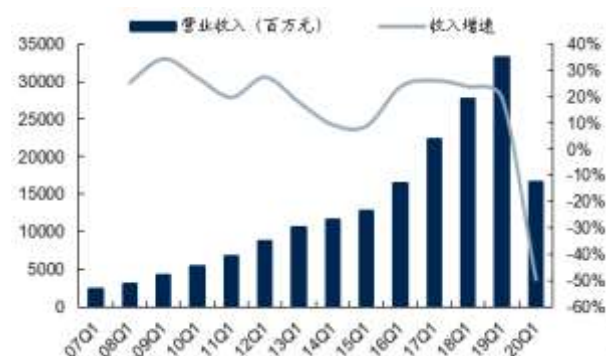
表现靓丽，市值小且兼具异地复制扩张预期。然而，其他自然景区、出境游公司相对承压。具体来看，2019 年跌幅后三名分别为三特索道（-30.0%）、大东海 A（-19.4%）和全聚德（-8.0%），与业绩承压，短期暂未明显改善催化剂等因素相关。

疫情影响下，旅游板块收入业绩全面承压

2020Q1 旅游板块营收同比下滑 49%，业绩下滑 151%

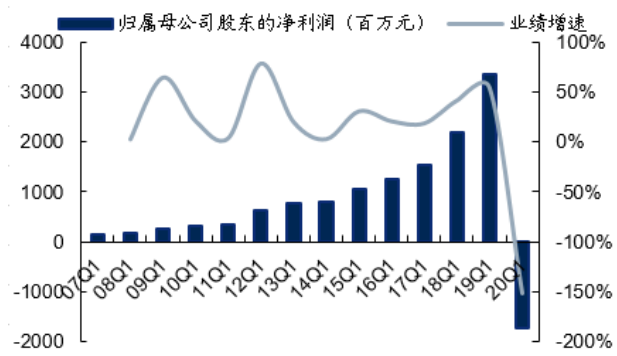
在疫情影响下，2020Q1 旅游板块整体承压显著，收入同比下滑 49.45%，业绩同比下滑 151.15%，扣非业绩同比下滑 193.70%，收入与业绩均出现大幅度下滑。2020Q1 重点公司营收下滑 48.64%，业绩同比下滑 135.52%，扣非后同比下滑 166.37%，表现略优于板块整体。

图 26: 2020Q1 旅游板块营收承压下滑 49%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

图 27: 2020Q1 旅游板块业绩承压下滑 151%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

分子板块而言，从**营收增速**来看，餐饮（-27.24%）>酒店（-42.94%）>免税（-44.23%）>综合（-56.64%）>出境游（-58.79%）>景区（-59.96%）>演艺（-83.71%），餐饮板块表现相对抗压，主要系广州酒家 Q1 仍实现正增长（速冻板块+49.77%对冲其餐饮收入下滑），酒店、免税、出境游、景区、演艺板块受疫情影响均出现大幅度下滑；从**净利润**来看，演艺（-86.50%）>免税（-105.21%）>出境游（-240.82%）>综合（-242.47%）>酒店（-266.39%）>餐饮（-368.81%）>景区（-701.73%），除演艺龙头宋城演艺 Q1 整体仍实现盈利外，其他板块一季度整体业绩均呈现亏损。

免税板块：疫情影响下，中国国旅出入境免税和三亚免税业务均承压（营收-44.23%，业绩-105.21%，扣非业绩-107.55%），其中三亚店预计仍实现盈利（电商发力+离岛免税补购等政策支持），但北京、上海、香港等机场免税因全额计提保底租金拖累承压显著，导致公司整体业绩亏损 1.20 亿元。

演艺板块：宋城演艺营收-83.71%，业绩-86.50%，扣非业绩-94.87%，疫情下各景区自 1 月 24 日起暂停运营，且叠加六间房出表影响，导致公司收入和盈利仍大幅承压，不过公司 2020Q1 最终实现盈利实属不易，主要系花房投资收益+政府补贴影响，主业基本持平，其中轻资产确认对冲核心项目关停影响，横向对比其他板块显示公司固定成本控制相对良好。

酒店板块整体收入增速同比下滑 42.94%，受刚性成本压力影响，子板块 Q1 业绩亏损 5.12 亿元，同减 266.39%，扣非业绩亏损达 7.75 亿，承压显著。具体来看，锦江酒店收入 21.89 亿元/-34.41%、业绩 1.71 亿/-42.26%、扣非业绩 0.94 亿元/-232.17%，非经常性损益 2.64 亿元对公司 Q1 业绩影响较大（出售自持酒店物业+交易性金融资产公允价值变动）；首旅酒店收入 8.01 亿元/-58.80%，亏损 5.26 亿元/-811.25%，扣非后业绩亏损达 5.22 亿元/-1028.27%，疫情下承压显著。

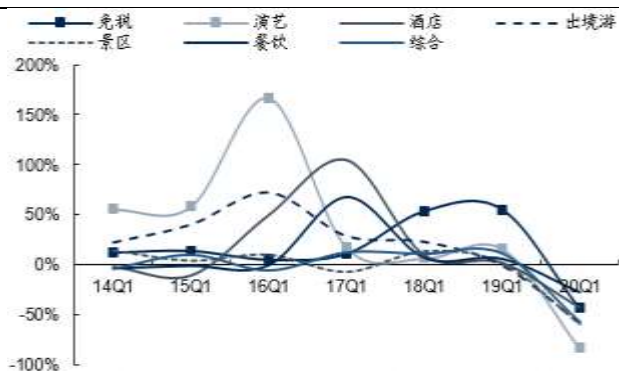
出境游板块，国内外疫情影响下，Q1 板块收入下滑 58.79%，业绩整体亏损 1.71 亿元/-240.82%。其中凯撒旅游 2020Q1 收入下滑 41.30%、亏损 0.68 亿元/-312.41%；众信旅游收入下滑 53.02%、亏损 0.29 亿元/-144.80%。

餐饮板块整体收入-27.24%，业绩下滑 368.81%。其中广州酒家公司营收+0.14%，主要依靠速冻业务发力营收+49.77%对冲其餐饮收入的下滑，业绩 0.12 亿元

-73.17%，主要系餐饮业务亏损拖累。

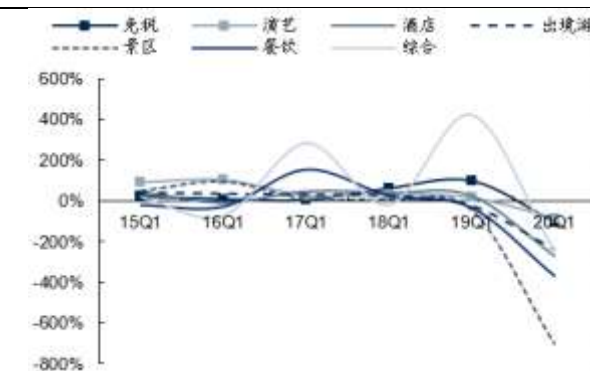
景区板块 2020Q1 收入同减 59.96%，业绩亏损 6.82 亿元/-701.73%，扣非业绩亏损 7.25 亿元，承压显著，主要与疫情下景区本身刚性成本压力相关。其中中青旅收入下滑 52.76%，业绩亏损 1.98 亿元，黄山旅游收入下滑 73.59%，业绩亏损 0.77 亿元，峨眉山 A 收入下滑 73.48%，业绩亏损 0.96 亿元。

图 28: 2020Q1 各板块收入增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

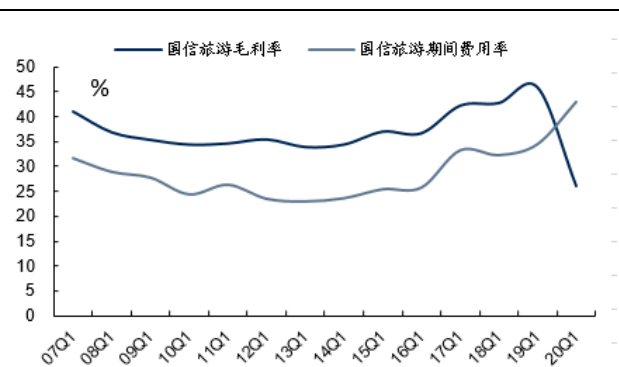
图 29: 2020Q1 旅游各板块业绩增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

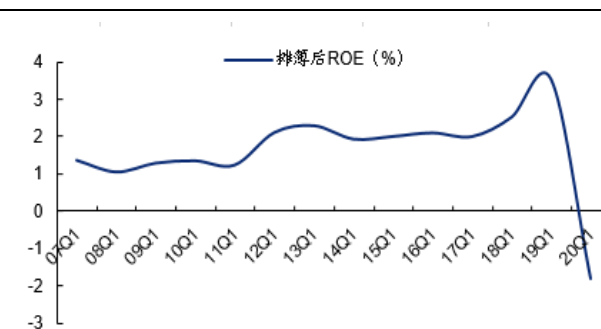
从经营能力的变化来看，2020Q1，疫情下旅游板块承压，加之酒店板块执行新收入准则，其毛利率下降 19.72pct，期间费用率增加 8.54pct。毛利率方面，酒店板块毛利率同比下滑 70.86pct，主要系执行新收入准则所致，原与客户履约相关费用从销售费用或管理费用调整至营业成本，致毛利率大幅下降；景区/餐饮毛利率分别下降 33.81/22.91pct，预计与客流大幅减少，收入承压而成本较为刚性有关。费用率方面，除酒店板块受会计准则调整下降外，各大板块费用率均有不同程度上升。从摊薄后 ROE 的变化来看，2020Q1 板块摊薄后的 ROE 为-1.79%，较 2019Q1 同比下滑 5.31pct，疫情影响下各版块盈利能力均出现不同程度下降，除演艺板块外 ROE 均下滑为负值。

图 30: 07-20Q1 旅游板块期间费用率和毛利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 07-20Q1 旅游板块整体 ROE 走势

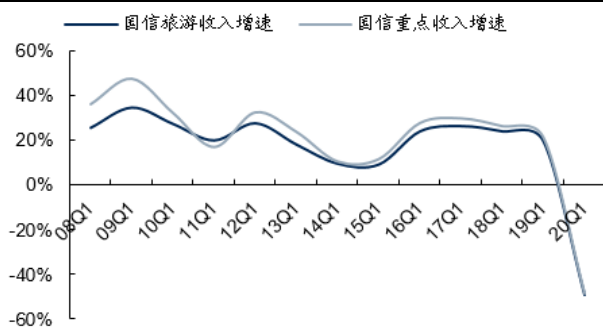


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020Q1 重点公司营收同比下滑 49%，业绩下滑 136%

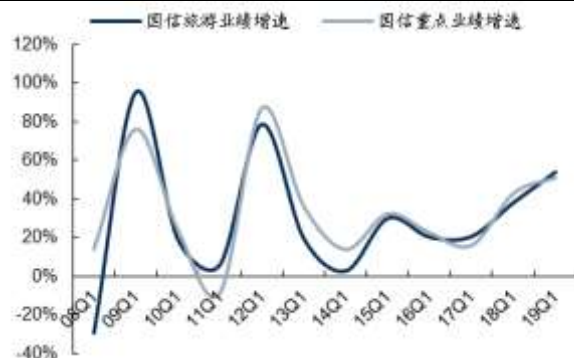
2020Q1，在考虑了相关公司追溯调整的影响后，重点公司营业收入同比下滑 48.64%，重点公司归属母公司股东的净利润亏损 11.78 亿元/-135.52%，扣非后业绩 15.11 亿元/166.37%，业绩均明显承压。

图 32: 2020Q1 重点公司营收同比下滑 49%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 上述测算考虑了追溯调整的影响

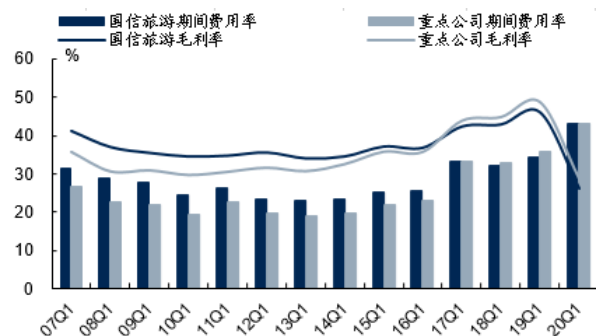
图 33: 2020Q1 重点公司业绩整体下滑 136%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 上述测算考虑了追溯调整的影响

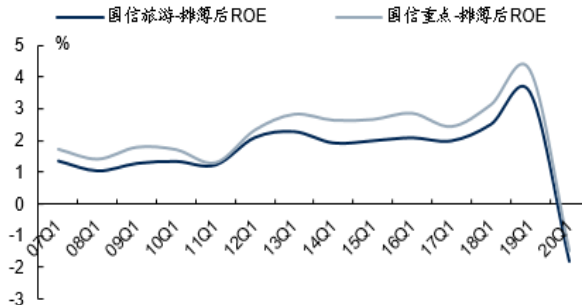
从重点公司的经营能力来看, 2020 年 Q1 重点公司毛利率为 28.65%, 期间费用率为 43.27%, 相对高于旅游板块整体, 但与去年同期相比, 重点公司的毛利率和期间费用率分别-19.92pct/+7.57pct, 毛利率大幅下滑主要受到酒店板块准则调整以及疫情下经营的综合影响期间费用率同比上升主要受疫情背景下经营承压费用占比提升所致。从摊薄后 ROE 来看, 2020 年 Q1 重点公司 ROE 为-1.47%, 呈现负值, 主要受疫情影响盈利能力下滑, 同比较 2019 年同期下降 5.68pct。

图 34: 07-20Q1 重点公司毛利率和期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 07-20Q1 重点公司整体 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

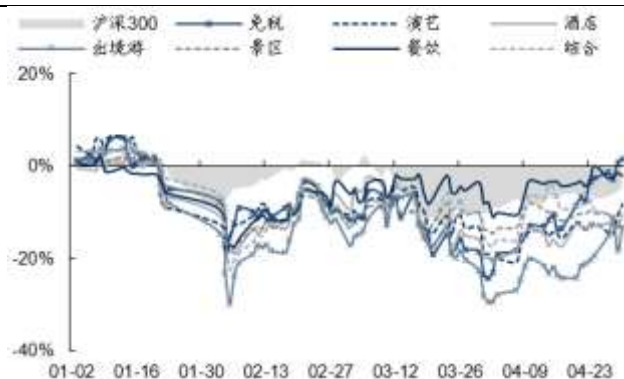
2020 年以来板块复盘: 疫情影响阶段回调, 近期伴随复工节奏反弹

2020 年, 尤其 1 月中下旬国内疫情爆发以来, 旅游板块首当其冲, 两次探底, 一是疫情因素春节后第一波情绪明显宣泄, 二是 3 月因国外疫情扩散, 加之 3 月底阶段景区复园节奏略扰动, 导致板块又一次明显承压, 此后 4 月开始随着国内复工复产进度开始逐步反弹, 整体上涨 22.45%。综合来看, 截至 4 月 30 日, 旅游板块今年以来整体下跌 2.59%, 已收回绝大部分失地。

从各子板块来看, 截至 4 月 30 日免税已收回前期失地, 中国国旅整体涨幅已经转正, 主要系海南免税开始复苏, 加之中线成长支撑相关; 其次演艺 (-3.49%, 宋城中线逻辑支撑)、餐饮 (-3.90%, 广州酒家速冻对冲)、酒店 (-5.22%, 龙头相对支撑) 等相对抗跌, 核心主要其标的自身中长线逻辑支撑。而综合 (-12.75%)、出境游 (-14.00%) 承压下跌幅度较大。

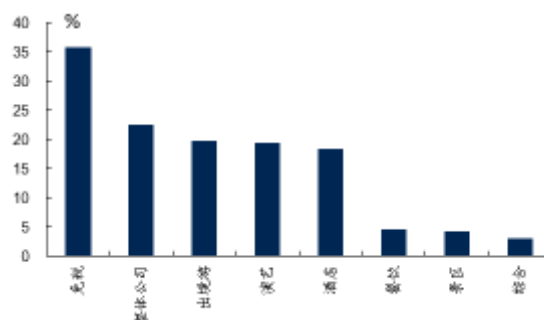
从 3 月底反弹以来的表现来看, 旅游各子板块均企稳回升, 其中免税板块反弹最为强劲 (+35.86%), 演艺 (+19.42%)、酒店 (+18.30%) 表现同样亮眼, 出境游 (+19.79%) 板块受凯撒旅业拉动亦有所表现, 其余餐饮 (+4.54%)、景区 (+4.13%)、综合 (+3.08%) 等板块相对平稳。

图 36: 2020 年初至今旅游子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

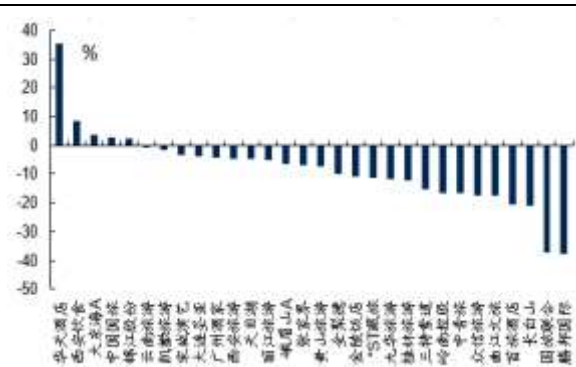
图 37: 2020 年 3 月底至今旅游子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

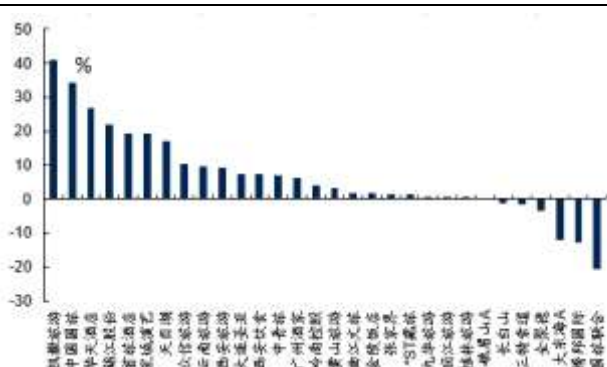
子板块龙头个股 3 月底至今均有所反弹。具体看免税龙头中国国旅年初在疫情影响下有所回调，但自 3 月底以来已累计上涨 35.86%，消费回流+规模及区位卡位优势+市内店利好政策预期等多因素影响下，公司中长线成长仍有支撑；凯撒旅业 3 月底至今累计反弹 42.83%，表现较突出，主要系前期超跌，加之公司积极引入战投，拟强化免税相关布局（参股中出服、迁址海南、引入战投）等；其他如酒店龙头锦江酒店(+21.81%)、首旅酒店(+21.64%)同样表现优异，宋城演艺(+19.42%)短期复园节奏虽受疫情影响，但中线演艺复制+演艺集群模式支撑成长中枢。

图 38: 2020 年初至今旅游个股涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2020 年 3 月底至今旅游个股涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

疫情不改中线逻辑，强者仍恒强，维持板块“超配”

2019 年，受宏观经济、门票降价及权重股部分业务剥离影响，旅游板块营收同比持平（剔除剥离影响收入增约 12%）、业绩-8.0%、扣非-9.8%，增速较去年同期 12%-13%的增速明显放缓；重点公司扣非-8.7%略优于整体。子板块分化，免税、演艺剔除剥离业务等相关影响，主业业绩分别+34%/+18%，弱市下依旧亮眼。酒店虽受宏观经济影响，但通过加盟扩张、控费增效、部分公司低基数等影响扣非主业增 31%，表现良好。出境游受宏观、汇率及部分目的地拖累，业绩下滑 458%。景区虽门票降价，但控费增效下扣非业绩仅微降 3%，部分龙头仍有支撑。餐饮中广州酒家整体表现稳健。

2020Q1，受疫情影响，旅游板块收入业绩全面承压：板块收入下滑 49%，业绩下滑 151%，扣非业绩下滑 194%。从股价表现来看，疫情后今年旅游板块曾两次探底，一是春节后情绪宣泄，二是 3 月因国外疫情扩散和国内复园节奏扰动阶段又一次承压，但 4 月后伴随国内复工复产进度逐步反弹，板块整体反弹+22.45%，表现突出。整体来看，旅游板块今年 1-4 月整体下跌 2.59%，已收回大部分失地。个股方面，综合阶段冲击和后续反弹，中国国旅(+35.86%)、宋城演艺(+19.42%)、

锦江酒店(+21.81%)等优质龙头整体表现突出,而凯撒旅业因引入战略和拟加强免税布局,3月底以来反弹显著(+42.83%)。

维持板块中长线“超配”。2019年,旅游板块整体仍强者恒强,免税最突出,演艺和部分酒店龙头表现良好,景区受门票降价影响,出境游有所承压。2020年以来,受国内外疫情影响,板块整体承压,但从股价表现来看,优势龙头虽阶段扰动,但依托中长线逻辑支撑,反弹仍突出。考虑5月全国餐饮旅游消费有望进一步松绑,且上海迪士尼等景区有望5月中下旬恢复开业等彰显积极信号,鉴于此,我们**短期重点推荐:中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、科锐国际等;中长线继续立足“赛道+格局+质地”,推荐:中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家、凯撒旅业、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山A、黄山旅游、三特索道等。**

风险提示

宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险

国企改革进度可能低于预期

收购整合可能低于预期及商誉减值风险

附表:重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-04-30	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国国旅	买入	91.30	2.37	1.03	2.84	38.51	88.29	32.14	10.98
002607	中公教育	买入	25.79	0.29	0.38	0.51	88.14	68.34	51.02	53.85
300144	宋城演艺	买入	29.83	0.92	0.38	1.15	32.34	78.68	25.91	5.12
300010	立思辰	买入	16.83	0.04	-0.04	0.41	433.03	-420.75	41.05	0.00
600754	锦江酒店	买入	29.32	1.14	0.85	1.32	25.71	34.44	22.14	2.23
600258	首旅酒店	买入	16.36	0.90	0.05	0.95	18.26	305.61	17.20	1.98
300662	科锐国际	增持	38.32	0.84	0.92	1.22	45.88	41.57	31.49	9.59
603043	广州酒家	买入	29.04	0.95	0.87	1.32	30.54	33.57	21.97	6.02
000796	凯撒旅业	买入	8.97	0.16	-0.10	0.18	57.32	-93.73	49.86	3.25
002707	众信旅游	增持	5.16	0.08	-0.10	0.21	66.11	-50.39	24.34	2.14
603136	天目湖	增持	25.31	1.07	0.79	1.29	23.65	32.04	19.62	3.56
600138	中青旅	买入	10.50	0.78	0.20	0.88	13.38	51.62	11.93	1.24
002621	美吉姆	增持	8.65	0.20	-0.18	0.23	43.25	-48.06	37.61	4.25
000888	峨眉山A	增持	6.14	0.43	0.06	0.44	14.30	100.24	14.09	1.37
600054	黄山旅游	增持	8.49	0.46	0.10	0.50	18.46	89.16	16.96	1.52
002159	三特索道	买入	10.40	0.08	-0.12	0.39	130.00	-86.67	26.47	1.50
000978	桂林旅游	增持	4.68	0.15	0.13	0.24	31.20	36.00	19.50	1.07
002033	丽江股份	增持	5.94	0.37	0.09	0.38	16.04	63.08	15.79	1.34

数据来源:wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032