

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社会服务

报告原因：专题报告

2020年5月4日

社服行业 2019 年报 2020 年一季报综述 维持评级

19 年营收增速放缓 20Q1 疫情下业绩亏损严重 看好业绩修复能力

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496307

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】社会服务行业 2019 年三季报综述：行业营收增速放缓，龙头标的业绩稳定（2019-11-7）

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **2019 年市场回顾：行业整体营收、归母净利润增速放缓。**2019 年休闲服务行业（申万分类）实现营收 1415.5 亿元（+1.93%），实现归母净利润 88.89 亿元（-7.83%），营收、归母净利润增速分别下滑 21.17pct、15.84pct，增速放缓主要系中国国旅剥离国旅总社旅行社业务、宋城演艺网络直播平台六间房出表、首旅酒店投资受益大幅下降所致。

➢ **疫情黑天鹅袭来，2020Q1 行业业绩大幅跳水。**新冠肺炎疫情于一月下旬在国内大规模扩散，对休闲服务行业正常经营以及行业传统春节旅游黄金周造成严重打击。国家文化和旅游部于 1 月 24 日紧急叫停旅行社“机票+酒店”服务，国内各大景区闭园、餐饮堂食歇业、进出港航班数大幅削减、出境游等旅游服务延期，2020 年一季度行业各项经营业绩指标遭受重创。2020Q1 行业整体实现营收 174.89 亿元（-48.56%），归母亏损 17.23 亿元（-150.99%）。我们所统计的行业内 32 家上市公司中 27 家一季度业绩亏损，较上年同期增加 15 家，仅锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、科锐国际、国旅联合实现盈利。

➢ **免税业务，中国国旅剥离国旅总社旅行社业务专注免税产业。**2019 年中国国旅实现营收 479.66 亿元（+2.04%），归母净利润 46.29 亿元（+49.56%），扣非归母净利润 38.29 亿元（+21.78%）。利润高速增长主要受益于国内免税品零售市场规模的持续增长，以及公司继续优化现有离境、离岛免税业务。其中中免集团实现营收 473.61 亿元（+37.35%），实现业绩 41.18 亿元（+33.80%）。

➢ **酒店业务，受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压。**酒店行业实现营收 265.99 亿元（+1.73%），增速下滑 3.87pct，营收增速自 2016 年持续下滑；归母净利润 20.74 亿元（+26.77%），扭转业绩负增长态势。毛利率同比微降 0.70pct 至 85.15%，净利率 8.60%（+2.39pct）。从龙头酒店集团三大经营指标来看，酒店经营仍然承压。

➢ **景区业务，自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行。**2019 年自然景区板块实现营收 54.51 亿元（+1.85%），归母净利润 9.69 亿元（-18.02%）。毛利率同比上升 0.63pct 至 48.04%，净利率同比下降 4.48pct 至 18.03%。人工景区实现营收 29.3 亿元（-17.67%），归



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

母净利润 13.82 亿元 (+2.75%)，期内营收、业绩增速分别下滑 23.31pct、17.02pct，主要系实景演艺龙头宋城演艺子公司六间房网络直播平台出表所致。期内毛利率同比上升 3.90pct 至 70.29%，净利率同比上升 10.49pct 至 47.88%。两类景区相比较人工景区实现高毛利率、高净利率、低费用率，主要系板块内复制能力较强的宋城演艺带动业绩提升。在发改委指导自然景区门票降价、国务院办公厅印发《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》政策指引等背景下，我们更加推荐复制能力较强、景区承载容量大、消费形式多元的人工景区。

➤ **旅游综合——19Q4 业绩亏损拖累全年，2020 年疫情影响预期下行。**

2019 年旅游综合板块实现营收 499.31 亿元 (+0.27%)，归母业绩亏损 6.98 亿元 (-138.73%)，受腾邦国际（亏损 15.76 亿元，同比下滑 39.49%）、海航创新、国旅联合期内业绩亏损影响，旅游综合板块业绩下滑明显。20Q1 旅游综合板块 11 家上市公司仅国旅联合实现盈利 379.70 万元，其余全部亏损。板块内凯撒旅业、众信旅游、岭南控股、中青旅等经营旅行社业务，短期内旅游服务业务较难实现业绩复苏，疫情在全球蔓延增大出入境旅游服务业务复苏不确定性，预计全年业绩承压。

➤ **投资建议：**新冠肺炎疫情对休闲服务行业影响显著。受国家对旅游相关服务暂停等政策影响，2020Q1 业绩亏损严重。目前疫情在国内初步得到有效控制，多地下调突发重大公共卫生事件等级。开放类景区在二月下旬逐渐恢复营业，四月初清明小长假接待游客人次达到年内高值；酒店行业 90%以上门店恢复营业，四月中旬入住率已经达到 60%左右，预计商旅、休闲度假客人将有序增长；餐饮堂食在疫情防控下有序营业；受疫情在全球范围大面积传播影响以及国内隔离政策，出入境游短期内承压明显，预计出入境游将在全球疫情得到控制之后复苏。我们预计年内旅游相关服务将大部分落实在国内，周边游、自驾游、短途游等率先重启；酒店行业随着限制人员流动政策放宽取消，以及小长假、暑假带动，入住率将出现回升趋势。建议关注有明显业绩释放的餐饮行业，线上门店堂食+线下外卖双轮驱动或将提振餐饮行业业绩；小长假、暑假带动下景区、酒店行业或有业绩增长机会；同时免税行业进来不断迎来利好消息，疫情过后生产恢复，免税仍将是休闲服务行业优势渠道。

➤ **重点关注公司：**中国国旅、首旅酒店、锦江酒店、广州酒家。

风险提示：

➤ 宏观经济波动风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；景区门票下调风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；行业系统性风险；突发事件或不可控灾害风险。

目录

1.休闲服务行业 2019 年及 2020 一季度经营情况.....	7
1.1 2019 年行业情况：受 Q4 拖累营收微增、业绩有所下滑	7
1.2 2020 年一季度行业情况：黑天鹅袭来，行业经营指标跳水	11
2.子行业经营情况.....	14
2.1 免税——中国国旅剥离国旅总社专注免税业务	14
2.2 酒店——受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压	17
2.3 景区——自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行	19
2.4 旅游综合——19Q4 业绩亏损拖累全年，2020 年疫情影响预期下行	21
3.重点关注公司及投资建议.....	23
3.1、中国国旅：聚焦免税夯实龙头地位，疫情期间开通“电商+包邮”维持购买热度	23
3.2、首旅酒店：长线看好龙头企业整合市场	23
3.3、锦江酒店：开店计划有序推进，疫情下 Q1 实现盈利	24
3.4、广州酒家：疫情期间速冻食品持续发力贡献主要业绩	24
4.风险提示	25

图表目录

图 1：休闲服务行业营收及增速.....	7
图 2：休闲服务行业归母净利润及增速.....	7
图 3：休闲服务行业毛利率及净利率情况.....	7
图 4：休闲服务行业各项费用率情况.....	7
图 5：休闲服务行业毛利润及增速情况.....	8
图 6：休闲服务行业净利润及增速情况.....	8
图 7：2019 年各季度营收及增速.....	8
图 8：2019 年各季度归母净利润及增速.....	8

图 9：休闲服务行业各子行业营收结构（亿元）	9
图 10：休闲服务行业归母净利润结构（亿元）	9
图 11：休闲服务各子行业营收增速	10
图 12：休闲服务各子行业归母净利润增速	10
图 13：休闲服务各子行业毛利率	10
图 14：休闲服务各子行业净利率	10
图 15：休闲服务行业各年度 Q1 营收及增速	11
图 16：休闲服务行业各年度 Q1 归母净利润及增速	11
图 17：休闲服务行业各年度 Q1 毛利润及增速情况	12
图 18：休闲服务行业各年度 Q1 净利润及增速情况	12
图 19：休闲服务行业各年度 Q1 毛利率及净利率情况	12
图 20：休闲服务行业各年度 Q1 各项费用率情况	12
图 21：休闲服务各子行业 Q1 营收结构（亿元）	13
图 22：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润结构（亿元）	13
图 23：休闲服务各子行业 Q1 营收增速	13
图 24：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润增速	13
图 25：休闲服务各子行业 Q1 毛利率	14
图 26：休闲服务各子行业 Q1 净利率	14
图 31：中国国旅营收及增速	15
图 32：中国国旅归母净利润及增速	15
图 33：中国国旅毛利率与净利率情况	16
图 34：中国国旅各项费用率情况	16
图 35：中国国旅 Q1 营收及增速	16

图 36：中国国旅 Q1 归母净利润及增速.....	16
图 37：中国国旅 Q1 毛利率与净利率情况.....	17
图 38：中国国旅 Q1 各项费用率情况.....	17
图 39：酒店板块营收及增速.....	17
图 40：酒店板块归母净利润及增速.....	17
图 41：酒店板块前三季度毛利率与净利率情况.....	18
图 42：酒店板块前三季度三项费用率情况.....	18
图 43：酒店板块 Q1 营收及增速.....	18
图 44：酒店板块归母净利润及增速.....	18
图 45：首旅酒店期内 REVPAR/ADR/OCC.....	19
图 46：首旅酒店期内经营成熟店 REVPAR/ADR/OCC.....	19
图 47：自然景区营收及增速.....	20
图 48：自然景区归母净利润及增速.....	20
图 49：自然景区前三季度毛利率与净利率情况.....	20
图 50：自然景区前三季度三项费用率情况.....	20
图 51：人工景区营收及增速.....	20
图 52：人工景区归母净利润及增速.....	20
图 53：人工景区毛利率与净利率情况.....	21
图 54：人工景区各项费用率情况.....	21
图 55：旅游综合营收及增速.....	22
图 56：旅游综合归母净利润及增速.....	22
图 57：旅游综合毛利率与净利率情况.....	22
图 58：旅游综合各项费用率情况.....	22



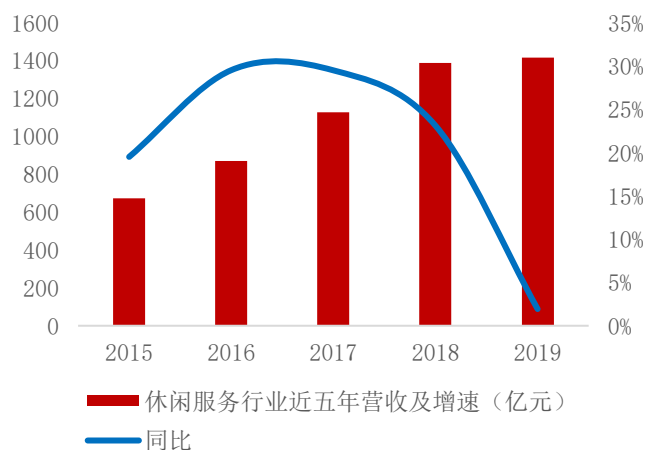
表 1：休闲服务行业子行业分类.....	9
表 2：重点推荐公司盈利预测预估值.....	25
表 3：2019Q3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	26
表 4：2019Q1-3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	27

1. 休闲服务行业 2019 年及 2020 一季度经营情况

1.1 2019 年行业情况：受 Q4 拖累营收微增、业绩有所下滑

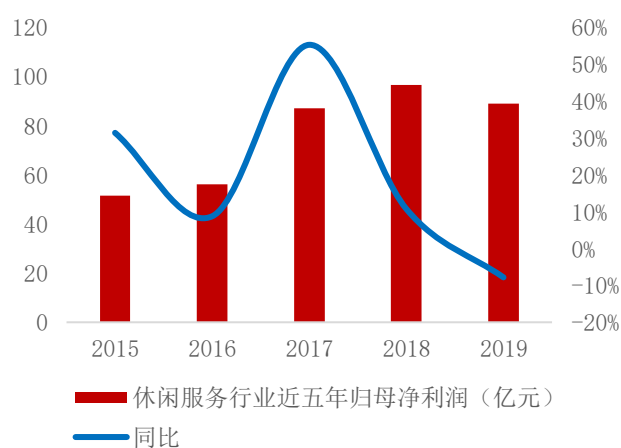
2019 年休闲服务行业(申万分类)实现营收 1415.5 亿元(+1.93%)，实现归母净利润 88.89 亿元(-7.83%)，营收、归母净利润增速分别下滑 21.17pct、15.84pct，增速放缓主要系中国国旅剥离国旅总社旅行社业务、宋城演艺网络直播平台六间房出表、首旅酒店投资受益大幅下降所致。行业综合毛利率上升 1.95pct 至 44.50%，净利率下滑 0.74pct 至 7.22%。整体费用率上升 1.86pct 至 33.83%，其中销售费用率 24.37%(+2.09pct)、管理费用率 8.43% (-0.10pct)、财务费用率 1.03% (-0.12pct)。

图 1：休闲服务行业营收及增速



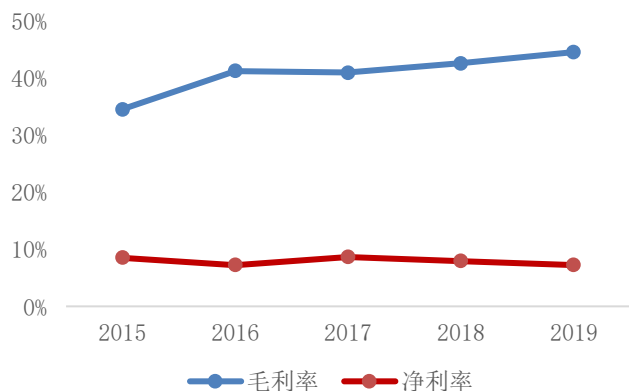
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：休闲服务行业归母净利润及增速



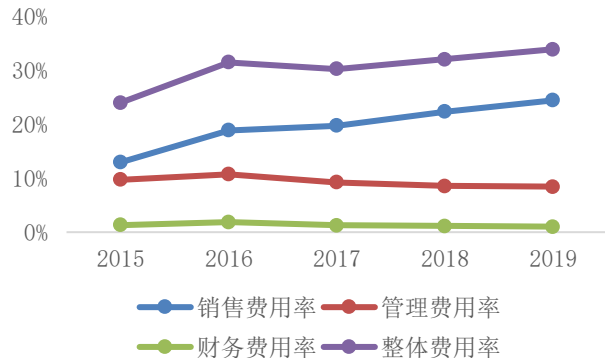
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：休闲服务行业毛利率及净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

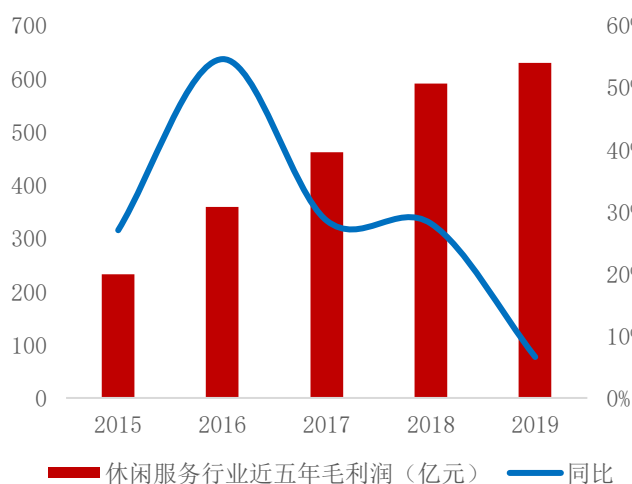
图 4：休闲服务行业各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

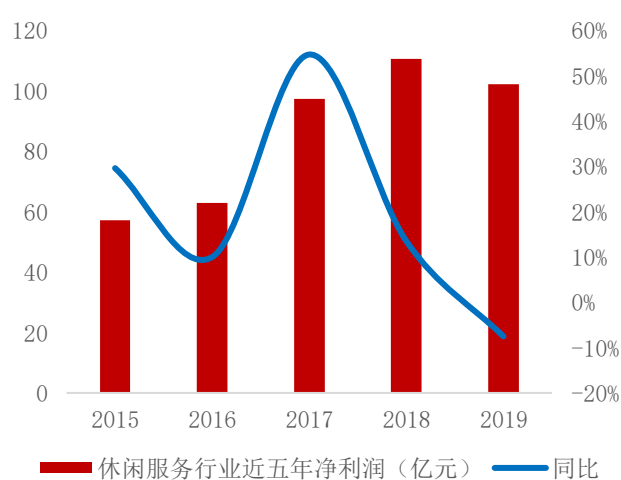
2019 年休闲服务行业整体实现毛利润 629.96 亿元 (+6.59%)，净利润 102.15 亿元 (-7.53%)，毛利率及净利润增速分别下滑 21.50pct、21.03pct。分季度来看，三季度依旧是行业传统旺季（暑假、中秋、国庆旅游黄金周叠加），实现营收 396.16 亿元 (-3.56%)、归母净利润 34.6 亿元 (-8.71%)，分别占全年 27.99%、38.92%。2019Q4 归母业绩亏损 8.16 亿元 (-219.36%) 为近五年首亏，主要系桂林旅游（Q4 业绩下滑 96.59% 至 4.64 万元）、黄山旅游（Q4 业绩下滑 97.40% 至 419 万元）、西安旅游（Q4 业绩亏损 2565.89 万元）、西安饮食（Q4 业绩亏损 2347.03 万元）、全聚德（Q4 业绩亏损 797.62 万元）等影响所致。

图 5：休闲服务行业毛利润及增速情况



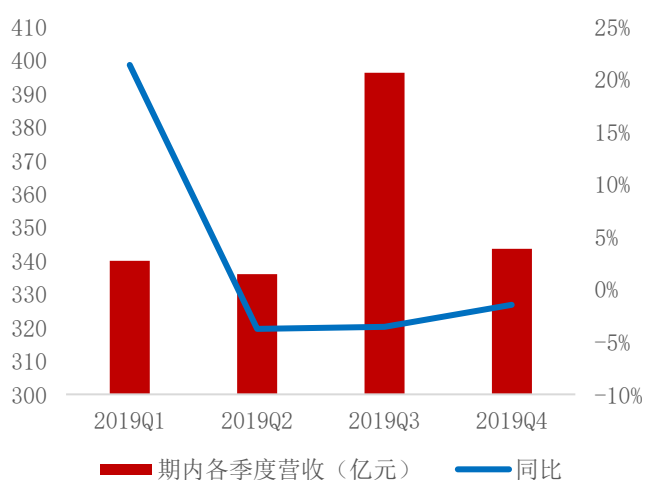
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：休闲服务行业净利润及增速情况



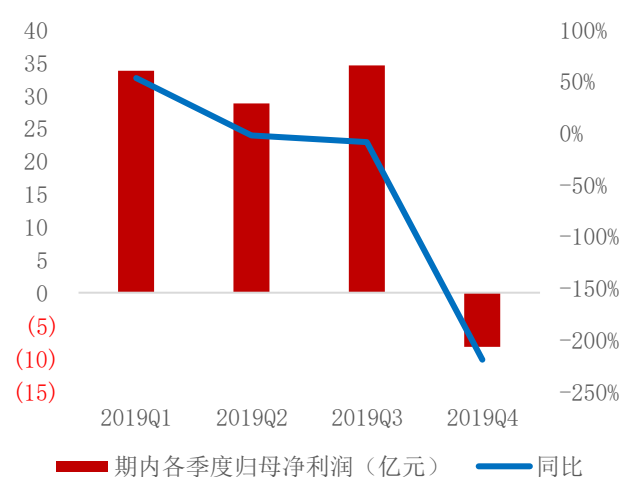
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：2019 年各季度营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：2019 年各季度归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

我们以申万休闲服务行业为基础，剔除 ST 云网、报告期内从农林牧渔新划入其他休闲服务子行业的福成股份、2019 年 9 月新登陆创业板的米奥会展，对 A 股 32 家休闲服务上市公司 2019 年报及 2020 年一季报进行统计。截止 2020 年 4 月 30 日，统计的 32 只个股总市值为 3564.74 亿元。（注：科锐国际自 2016Q1、天目湖自 2016Q3、广州酒家自 2016Q3 起纳入统计）。

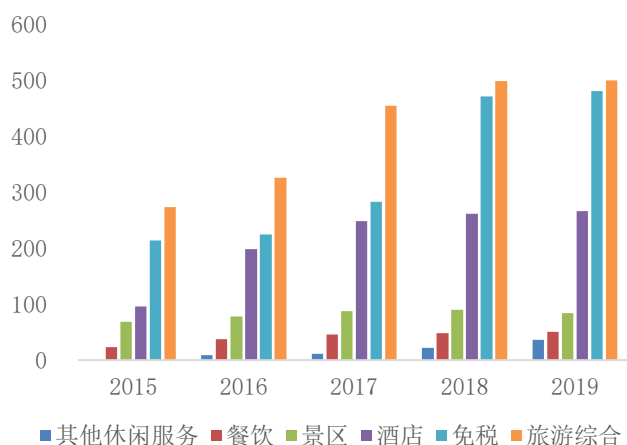
表 1：休闲服务行业子行业分类

子行业	上市公司
人工景区	宋城演艺、大连圣亚
自然景区	桂林旅游、黄山旅游、西藏旅游、张家界、峨眉山 A、长白山、天目湖、九华旅游
酒店	首旅酒店、锦江酒店、华天酒店、金陵饭店、西安旅游、大东海 A
旅游综合	岭南控股、丽江股份、凯撒旅游、三特索道、众信旅游、云南旅游、腾邦国际、曲江文旅、国旅联合、海航创新、中青旅
免税	中国国旅
餐饮	西安饮食、全聚德、广州酒家
其他休闲服务	科锐国际

资料来源：wind，山西证券研究所

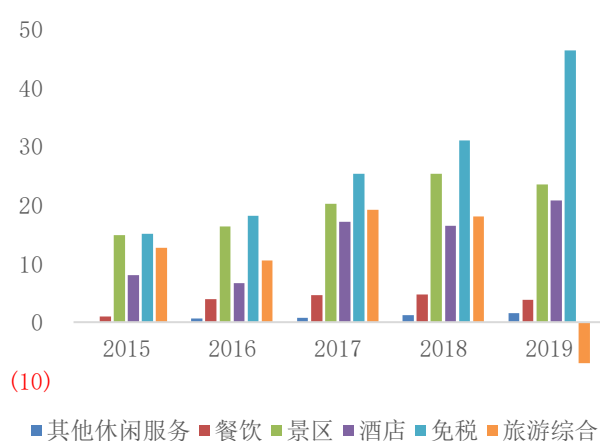
申万二级行业中，旅游综合板块贡献营收和最多，占整体 35.27%，免税板块贡献业绩最多，占整体 52.08%。行业中中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、宋城演艺、众信旅游、凯撒旅业、广州酒家几大公司合计实现营收 1097.26 亿元（+1.03%），实现归母净利润 90.93 亿元（+20.91），分别占行业 77.51%、102.29%。

图 9：休闲服务行业各子行业营收结构（亿元）



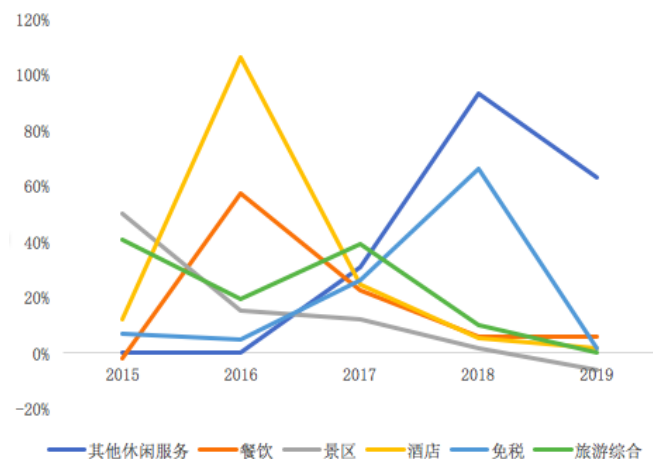
数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：休闲服务行业归母净利润结构（亿元）



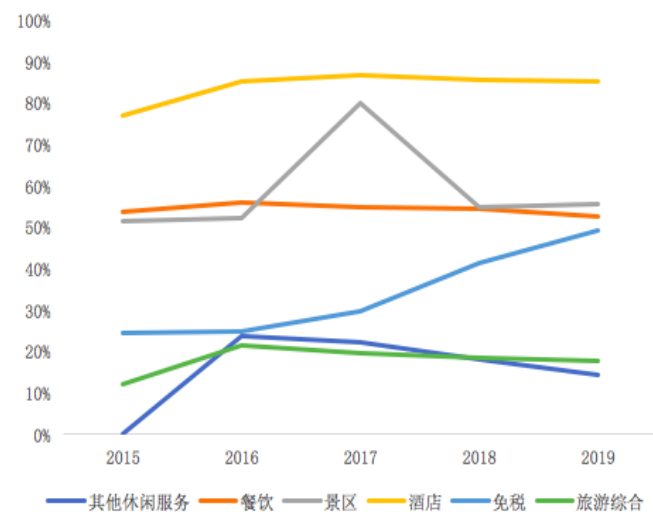
数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：休闲服务各子行业营收增速



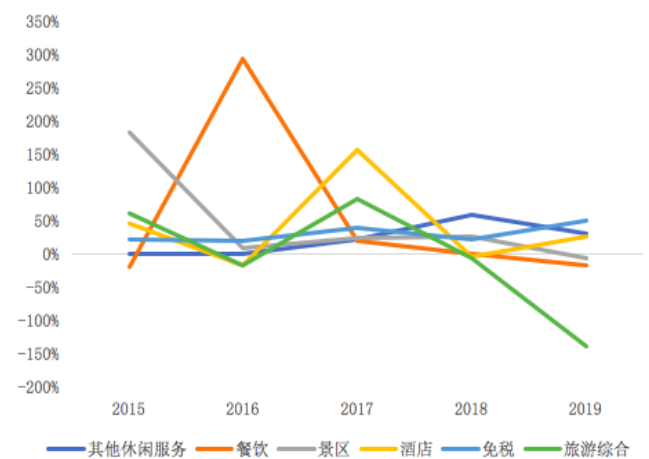
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：休闲服务各子行业毛利率



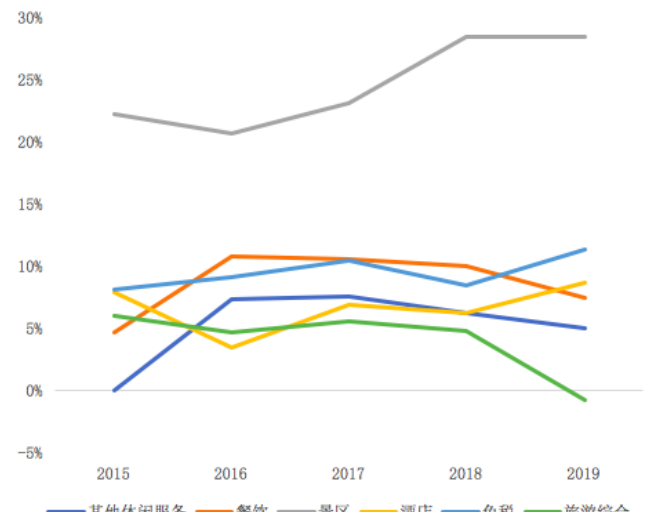
数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：休闲服务各子行业归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：休闲服务各子行业净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

从营收来看，旅游综合实现营收 479.66 亿元（+0.26%），免税收入 479.66 亿元（+2.04%），酒店收入 265.99 亿元（+1.74%），景区收入 83.72 亿元（-6.05%），餐饮收入 50.95 亿元（+5.93%），其他休闲服务收入 35.86 亿元（+63.24%）。其中其他休闲服务板块营收增速最快，系科锐国际 18 年收购英国 Investigo 公司，19 年并表所致。业绩方面，旅游综合板块近五年首次业绩亏损，主要系板块内腾邦国际、国旅联合、海航创新出现业绩亏损，凯撒旅业、曲江文旅业绩下滑严重所致。免税实现业绩 46.29 亿元（+49.58%），酒店实现业绩 20.74 亿元（+26.73%），景区实现业绩 23.51 亿元（-6.98%），餐饮实现业绩 3.82 亿元（-18.18%），其他休闲服务业季 1.52 亿元（+29.38%）。

毛利率方面，酒店行业依旧保持 85% 以上较高毛利率水平，免税毛利同比提升 7.94pct 至 49.40%，景区

55.83%(+0.84pct)、餐饮 52.50%(-1.99pct)、旅游综合 17.61%(-0.93pct)、其他休闲服务 14.31%(-3.81pct)。净利率方面,景区保持较高水平,同比微增 0.03pct 至 28.48%,免税同比提升 2.92pct 至 11.29%,酒店 8.60%(+2.39pct)、餐饮 7.37%(-2.57pct)、其他休闲服务 4.99%(-1.25pct)、旅游综合-0.85%(-5.55pct)。

1.2 2020 年一季度行业情况：黑天鹅袭来，行业经营指标跳水

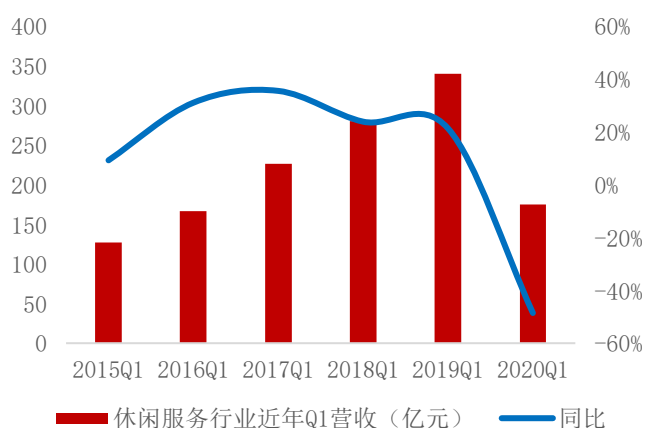
新冠肺炎疫情于一月下旬在国内大规模扩散,对休闲服务行业正常经营以及传统春节旅游黄金周造成严重打击。旅游行业是对突发公共卫生事件敏感度最高的行业,其子行业(景区、餐饮、酒店、出入境等)全部具有人口高度密集、短时间内难以疏散的特征,尤其在呼吸系统传染病高发期,容易产生聚集性感染疫情,进而造成大规模传染。春节后第一个交易日,休闲服务开盘后直线走低,超过半数股票跌停。

国家文化和旅游部于 1 月 24 日紧急叫停旅行社“机票+酒店”服务,景区、餐饮、旅行社、民航铁路等配合相关部门纷纷启动退改停政策,国内各大景区闭园、餐饮堂食歇业、进出港航班数大幅削减、出境游等旅游服务延期,2020 年一季度行业各项经营业绩指标遭受重创。

2020Q1 行业整体实现营收 174.89 亿元(-48.56%),归母亏损 17.23 亿元(-150.99%),行业毛利润 44.48 亿元(-71.07%),毛利率 25.38%(-9.75pct),净亏损 22.81 亿元(-160.01%),净利率-13.05%(-24.23pct)。整体费用率同比上升 7.18pct 至 40.85%,其中销售费用率 27.43%(+2.38pct)、管理费用率 11.81%(+4.15pct)、财务费用率 1.61%(+0.64pct)。

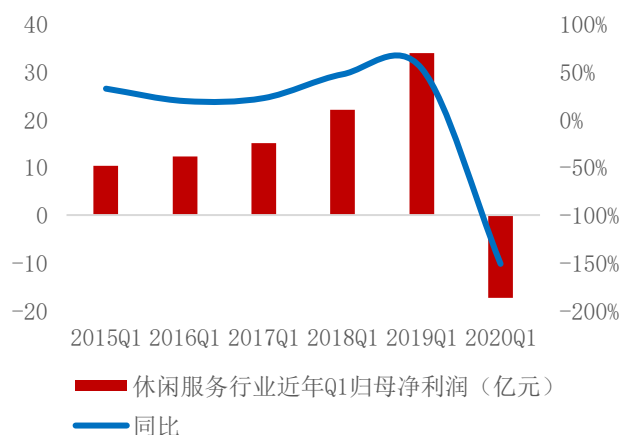
我们所统计的行业内 32 家上市公司中 27 家一季度业绩亏损,较上年同期增加 15 家,仅锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、科锐国际、国旅联合实现盈利。

图 15：休闲服务行业各年度 Q1 营收及增速



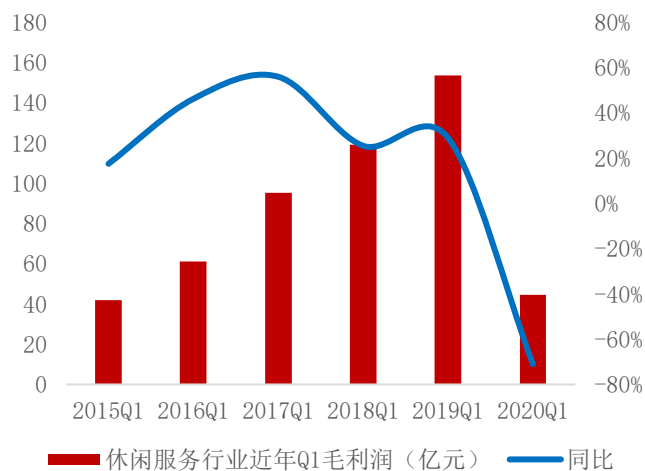
数据来源：wind，山西证券研究所

图 16：休闲服务行业各年度 Q1 归母净利润及增速



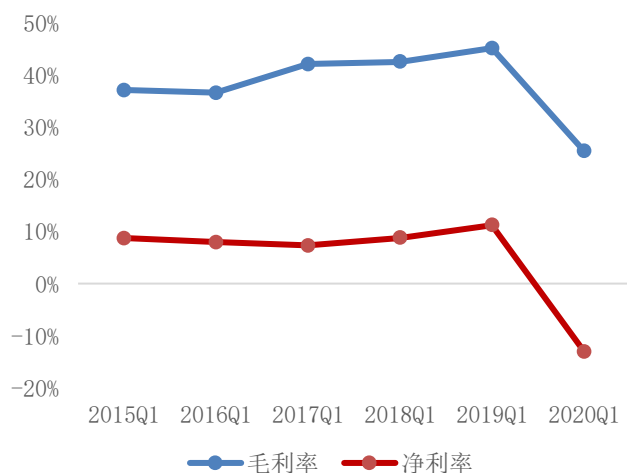
数据来源：wind，山西证券研究所

图 17：休闲服务行业各年度 Q1 毛利润及增速情况



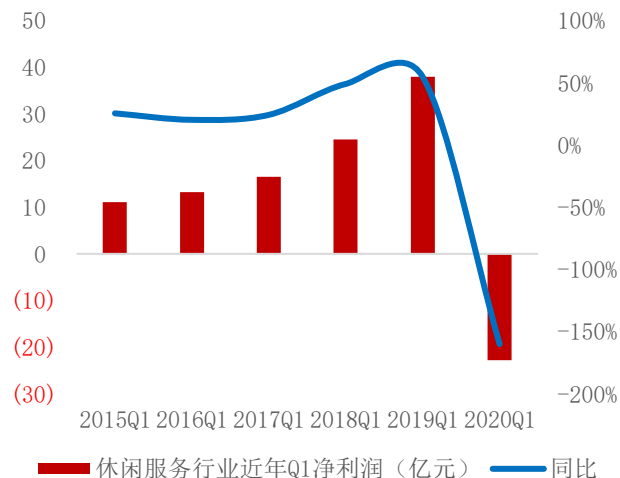
数据来源：wind，山西证券研究所

图 19：休闲服务行业各年度 Q1 毛利率及净利率情况



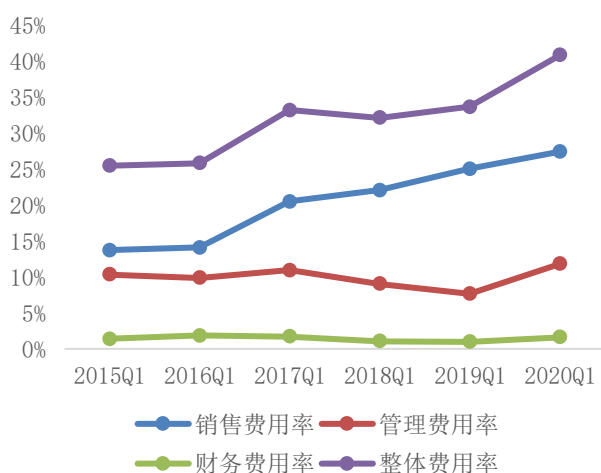
数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：休闲服务行业各年度 Q1 净利润及增速情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：休闲服务行业各年度 Q1 各项费用率情况



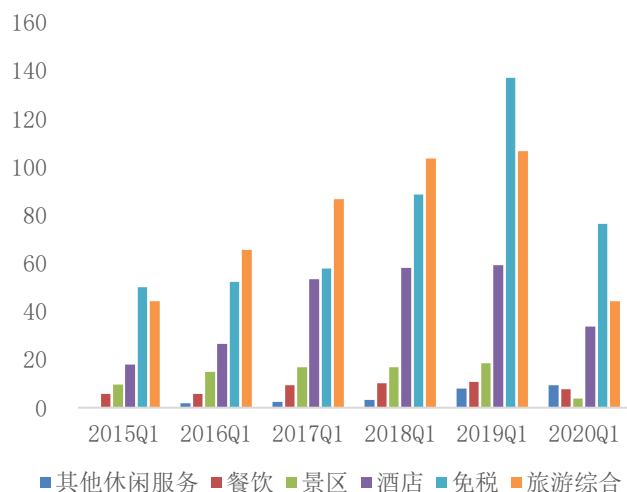
数据来源：wind，山西证券研究所

营收方面，行业内各板块除其他休闲服务营收同比增加 14.95%至 9.23 亿元，其余板块均有不同程度下滑。危机之下，免税行业中国国旅显示出龙头韧性，依旧贡献行业内最多营收，实现收入 76.36 亿元(-44.23%)。景区行业下滑最严重，营收同比直降 79.24%至 3.83 亿元；餐饮行业实现营收 7.77 亿元 (-27.24%)；酒店实现营收 33.58 亿元 (-43.31%)；旅游综合收入 44.10 亿元 (-58.64%)。

业绩方面，其他休闲服务同比增长 3.72 实现归母净利润 0.26 亿元，其余板块下滑均超过 100%。餐饮业业绩同比下滑 368.81%，亏损 1.22 亿元；旅游综合业绩同比下滑 323.51%，亏损 6.31 亿元；酒店业绩同比

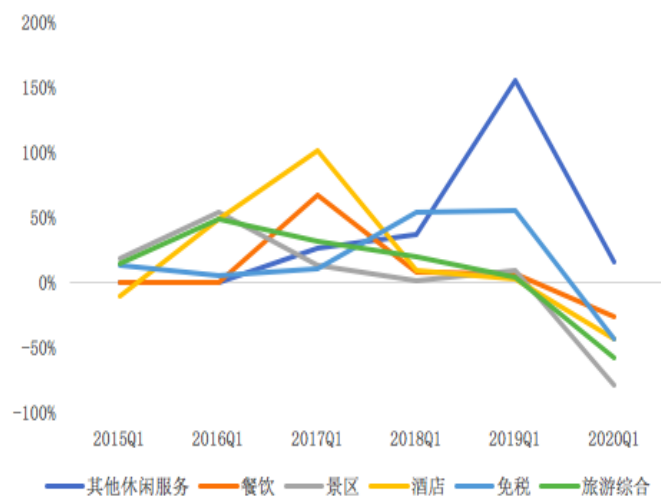
下滑 272.11%，亏损 5.24 亿元；景区业绩同比下滑 184.87%，亏损 3.53 亿元；免税业绩同比下滑 105.21%，亏损 1.20 亿元。

图 21：休闲服务各子行业 Q1 营收结构（亿元）



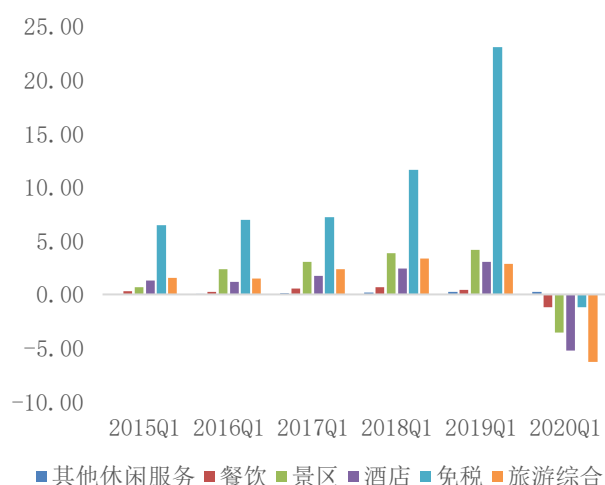
数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：休闲服务各子行业 Q1 营收增速



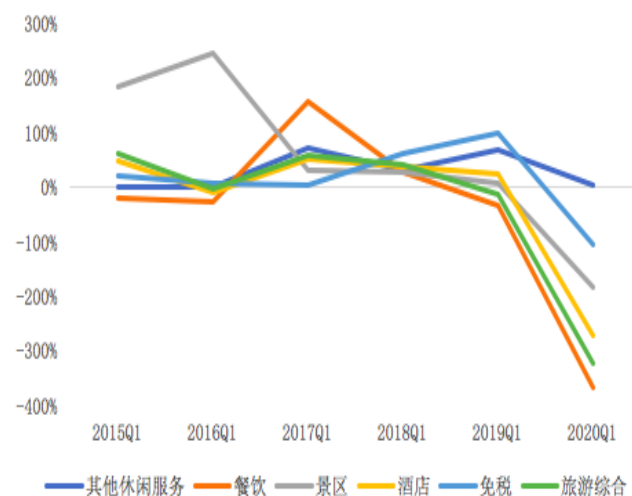
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润结构（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

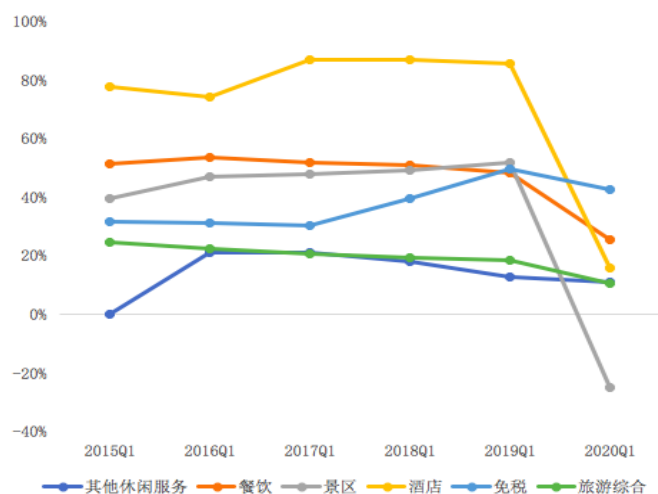
图 24：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

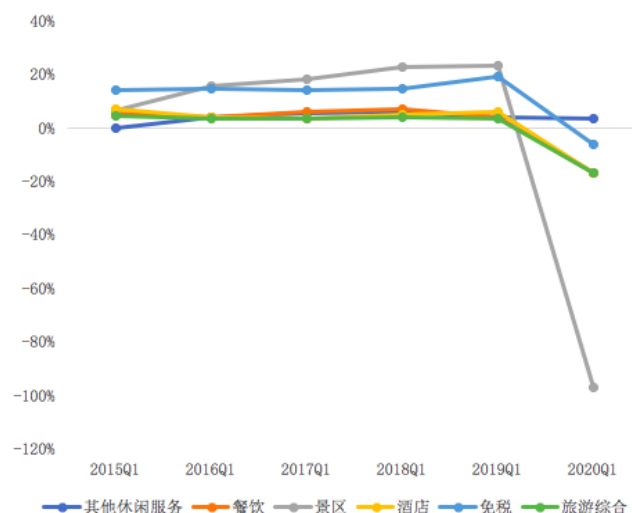
毛利率方面，行业各子板块均呈现下滑态势，景区毛利率降幅最多，同比下滑 76.93pct 至 -25.18%；酒店同比下滑 69.57pct 至 15.87%；餐饮同比下滑 22.91pct 至 25.35%；旅游综合同比下滑 7.83pct 至 10.33%；免税行业同比下滑 6.90pct 至 42.55%；其他休闲服务同比下滑 1.83pct 至 10.81%。

图 25：休闲服务各子行业 Q1 毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：休闲服务各子行业 Q1 净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

2.子行业经营情况

2.1 免税——中国国旅剥离国旅总社专注免税业务

2019 年中国国旅实现营收 479.66 亿元（+2.04%），归母净利润 46.29 亿元（+49.56%），扣非归母净利润 38.29 亿元（+21.78%）。利润高速增长主要受益于国内免税品零售市场规模的持续增长，以及公司继续优化现有离境、离岛免税业务。其中中免集团实现营收 473.61 亿元（+37.35%），实现业绩 41.18 亿元（+33.80%）。

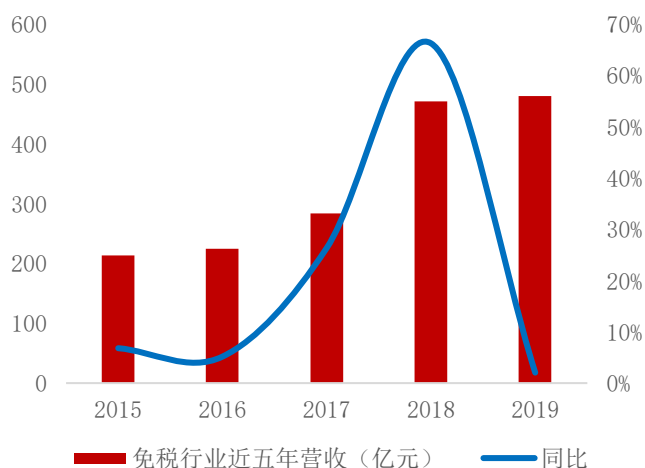
分业务来看：商品销售贡献主要营收。期内公司商品销售业务实现营收 469.67 亿元（+36.79%）受益于免税品零售市场规模持续增长，毛利率 49.55%（-2.69pct）系报告期内人民币兑美元出现贬值导致公司采购成本提高。其中免税业务实现营收 458.18 亿元（+37.89%），毛利率 50.00%（-3.09pct）；有税业务实现营收 11.49 亿元（+3.75%），毛利率 31.59%（+4.68pct）。旅游服务业务实现营收 5.99 亿元（-95.12%），毛利率 11.44%（+1.43pct），营收下降主要系 19 年 1 月国旅总社 100%股权转让给控股股东中国旅游集团，2 月工商变更手续完成不再纳入公司合并范围。

费用情况：期内专注免税业务利好公司增厚毛利。期内毛利率 49.07%（+7.96pct）主要系公司 19 年 1 月将国旅总社股权转让给控股股东中国旅游集团，专注于毛利率水平较高的免税品零售市场。期间费用率

34.32% (+6.25pct)，其中销售费用率 31.07% (+6.39pct) 系机场免税业务增长带来的机场租赁费用增；管理费用率 3.23% (-0.18pct) 系国旅总社出表、公司内部管理整合提高效率控制非必要支出；财务费用率 0.02% (+0.04pct) 系汇率变动产生的汇兑损失、以及公司业绩增长导致刷卡手续费增加。

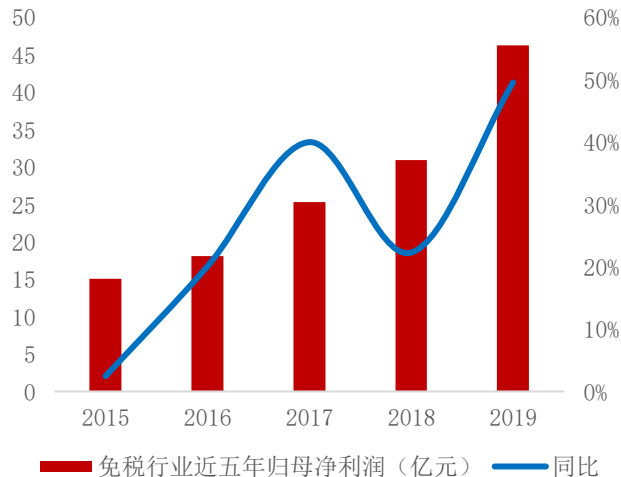
报告期内公司业务突破：免税业务多点布局，国内外、全渠道销售网络逐渐成型。机场免税店业务方面，19 年 3 月公司中标北京大兴国际机场 10 年免税经营权，11 月大兴机场免税店开业，在国内大型零售终端再下一城；上海机场免税店（含浦东国际机场和虹桥机场免税店）实现营收 151.49 亿元（+44.95%），首都机场免税店（含 T2、T3 航站楼、大兴机场免税店）实现营收 85.89 亿元（+16.25%），广州机场免税店实现营收 19.22 亿元（+117.46%）。**市内免税业务方面**，5 月青岛、厦门、大连、北京市内免税店相继开业，8 月上海免税店开业，年内 5 家市内免税店布局完毕，形成对口岸出境免税店的有效补充。**离岛免税店业务方面**，三亚国际免税城销售延续增长良好势头，全年接待顾客 731 万人次，购物人数 217 万人次，实现营业收入 104.65 亿元（+30.65%），其中免税商品收入 101.74 亿元（+30.93%）业绩稳定；海口、博鳌市内免税店顺利开业；海南运营总部年内完成采购批发和结算业务的转移，运营效率不断提升。**海外免税店业务方面**，香港机场免税店期内克服困难实现收入 24.02 亿元（+14.54%），香港市内免税店 8 月顺利开业；柬中免营收、利润继续保持同比较大幅度增长。**线上免税业务方面**，公司新成立新零售事业部，加速推动重点机场线上预订业务，北京、上海、杭州、海南、西安、广州等免税店已形成线上线下一体化销售模式。

图 31：中国国旅营收及增速



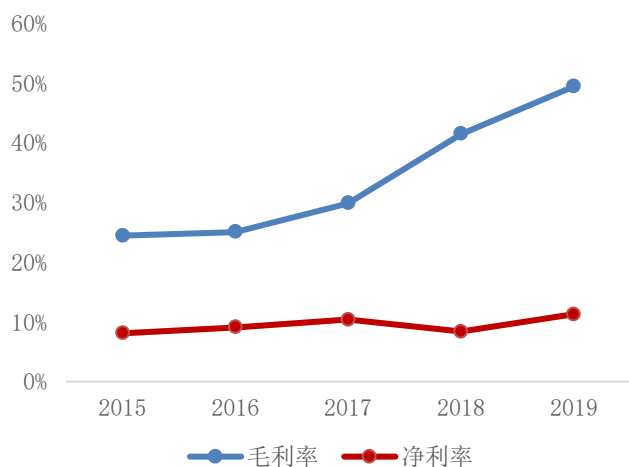
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：中国国旅归母净利润及增速



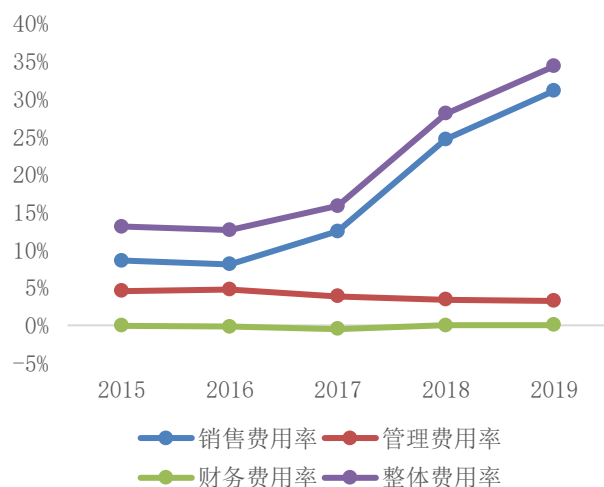
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：中国国旅毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

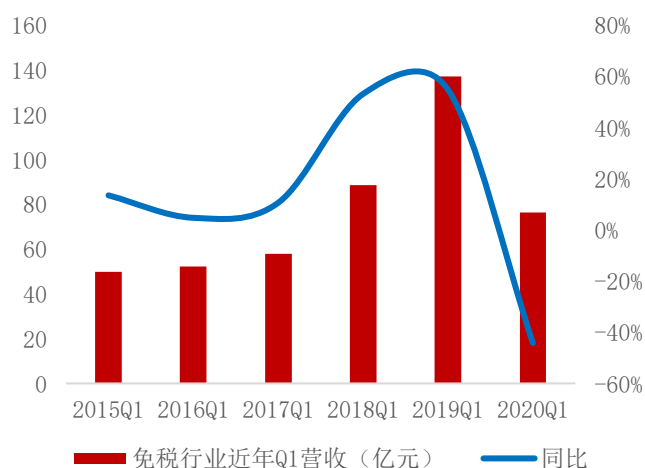
图 34：中国国旅各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

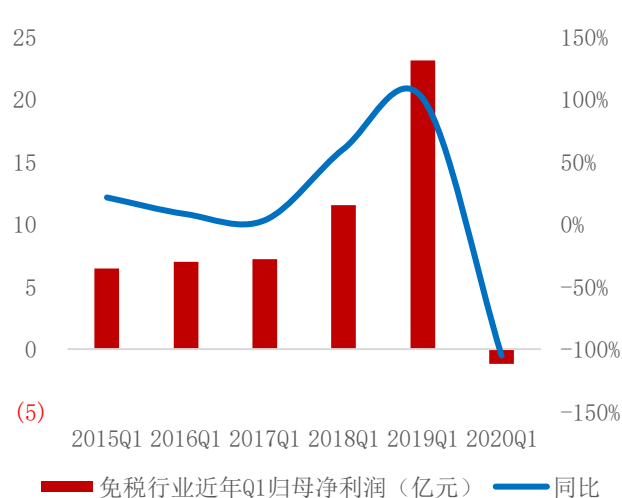
2020Q1 经营情况：受疫情影响公司业绩亏损 1.2 亿。20Q1 公司实现营收 76.36 亿元（-44.23%），归母业绩亏损 1.20 亿元（-105.21%），扣非业绩亏损 1.20 亿元（-107.56%），EPS-0.06 元。受新冠疫情影响，公司免税店客源同比大幅下降，部分免税商店相继采取闭店等措施应对疫情。从以往经营数据来看，一季度为公司销售旺季，2019Q1 营收占全年营收 28.54%，2020 全年来看 Q1 经营情况最为悲观。疫情期间公司通过开通线上购买+邮寄方式弥补部分业绩亏空。20Q1 毛利率 42.55%（-6.9pct），整体费用率 46.86%（+17.16pct）主要系商品销售额减少但机场等商铺租金费用仍正常计提，其中销售费用率 42.66%（+14.82pct）管理费用率 4.59%（+2.52pct）财务费用率-0.4%（-0.18pct）。

图 35：中国国旅 Q1 营收及增速



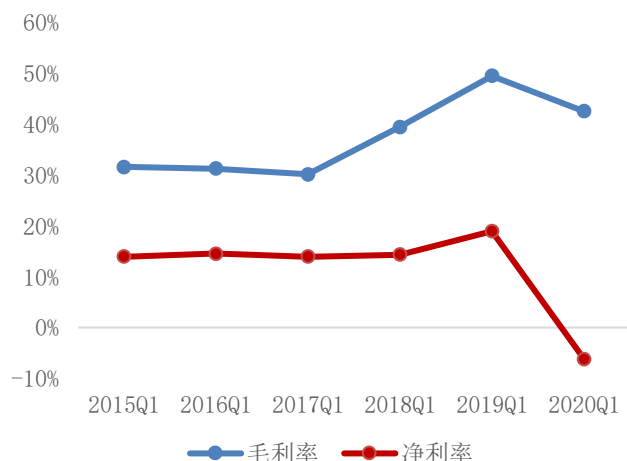
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：中国国旅 Q1 归母净利润及增速



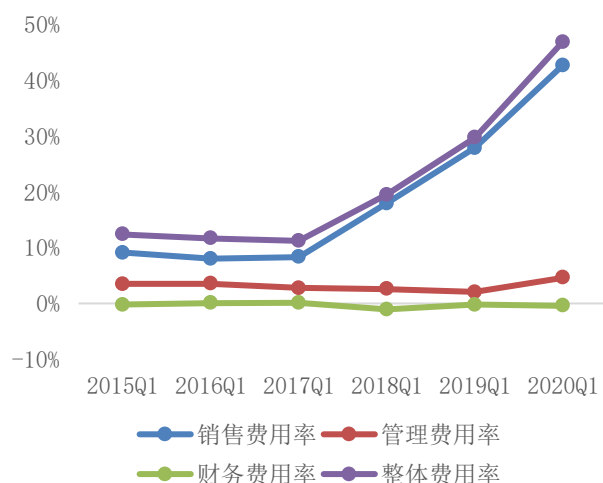
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：中国国旅 Q1 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：中国国旅 Q1 各项费用率情况

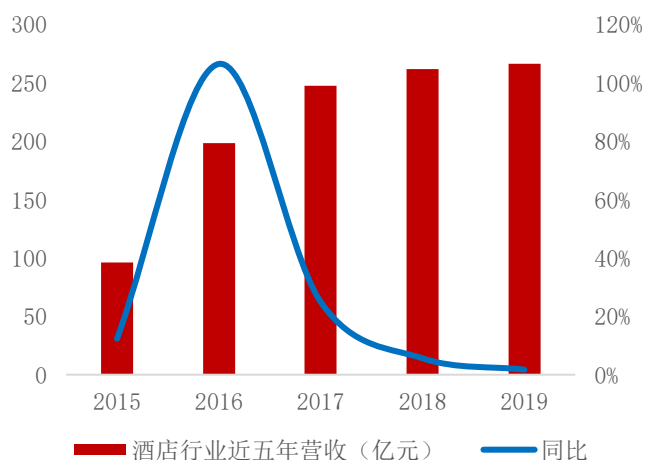


数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 酒店——受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压

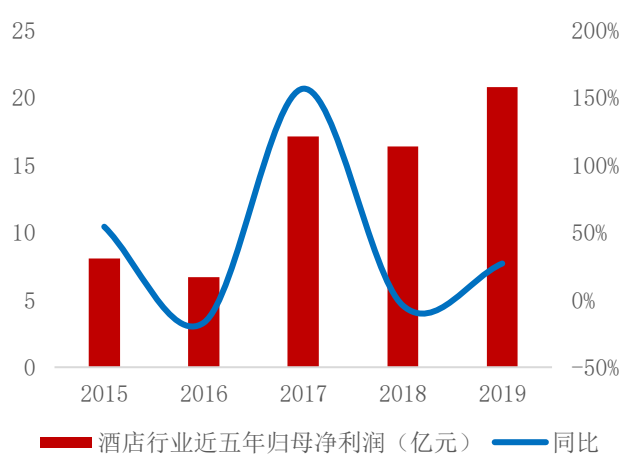
酒店行业实现营收 265.99 亿元 (+1.73%)，增速下滑 3.87pct，营收增速自 2016 年持续下滑；归母净利润 20.74 亿元(+26.77%)，扭转业绩负增长态势。毛利率同比微降 0.70pct 至 85.15%，净利率 8.60%(+2.39pct)。整体费用率同比下滑 2.13pct 至 75.21%，其中销售费用率 50.34%(-1.04pct)、管理费用率 22.21%(-0.57pct)、财务费用率 2.67% (-0.51pct)。

图 39：酒店板块营收及增速



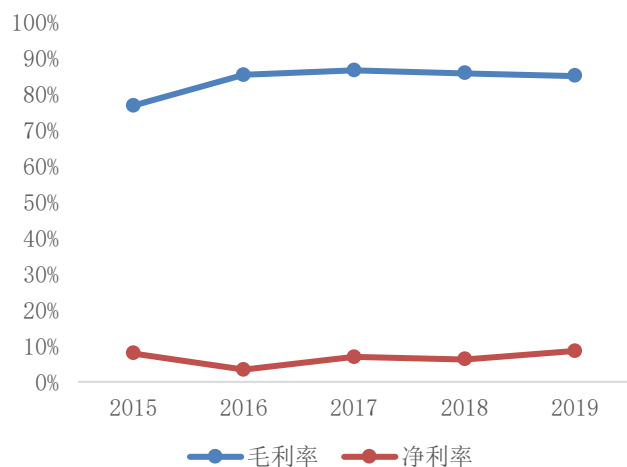
数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：酒店板块归母净利润及增速



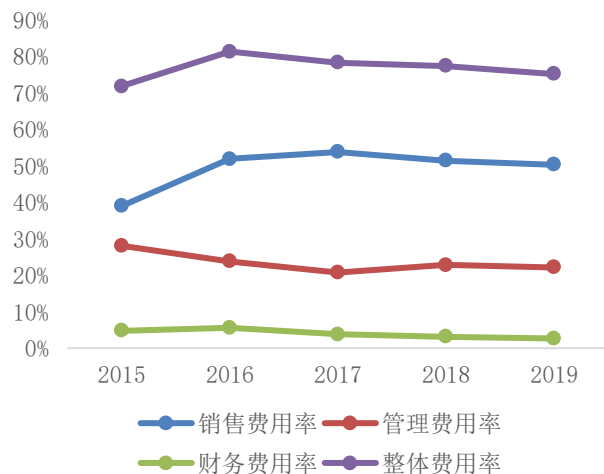
数据来源：wind，山西证券研究所

图 41：酒店板块前三季度毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

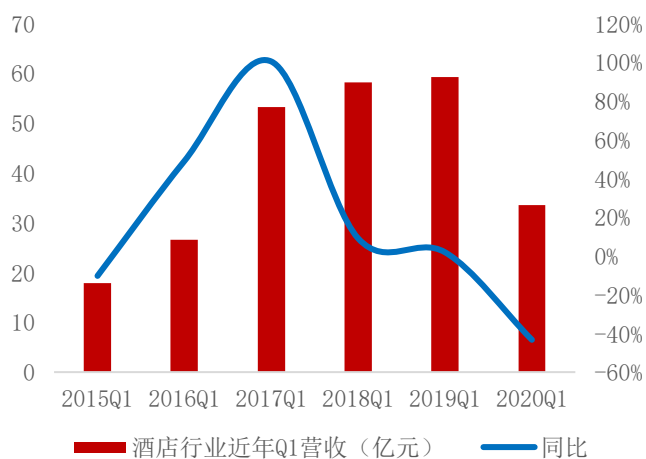
图 42：酒店板块前三季度三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

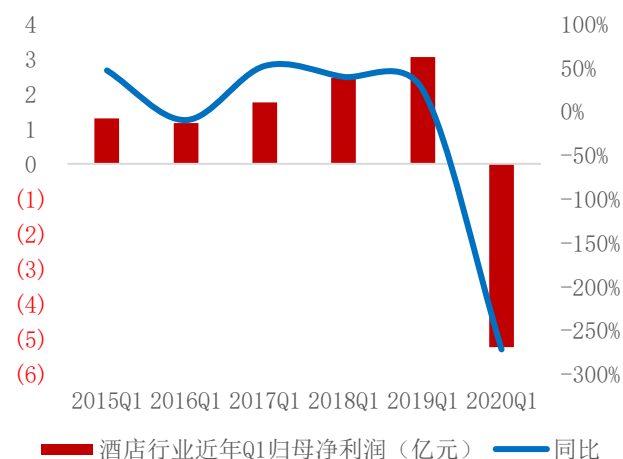
2020Q1 实现营收 33.58 亿元 (-43.32%)，业绩亏损 5.24 亿元 (-271.80%)。毛利率 15.87% (-69.57pct)，净利率-17.16% (-23.12pct)。由于 20Q1 多数酒店受限制人员流动政策影响闭店歇业，酒店企业尽可能削减费用、控制成本，整体费用率同比下滑 33.47pct 至 49.24%，其中销售费用率 20.06% (-35.88pct)，管理费用率 24.65% (+1.12pct)，财务费用率 4.54% (+1.30pct)。

图 43：酒店板块 Q1 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：酒店板块归母净利润及增速

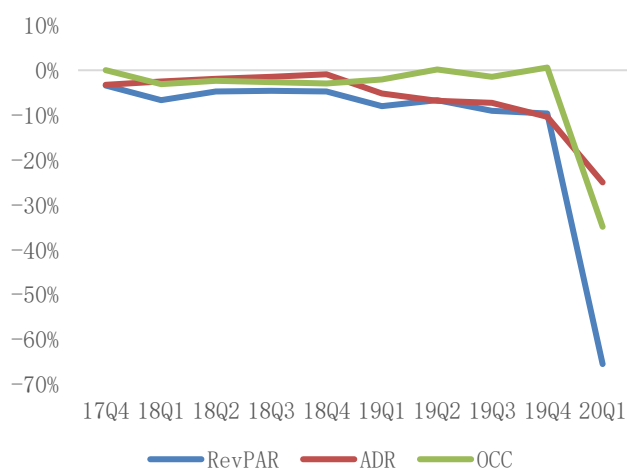


数据来源：wind，山西证券研究所

从酒店经营三大指标来看，行业仍旧承压。首旅酒店全部酒店 RevPAR 自 19Q2 持续下探，20Q1 受疫情影响同比下降 65.50pct；平均房价方面，首旅酒店自 18Q4 下行，20Q1 同比下降 25pct；入住率方面，19Q4

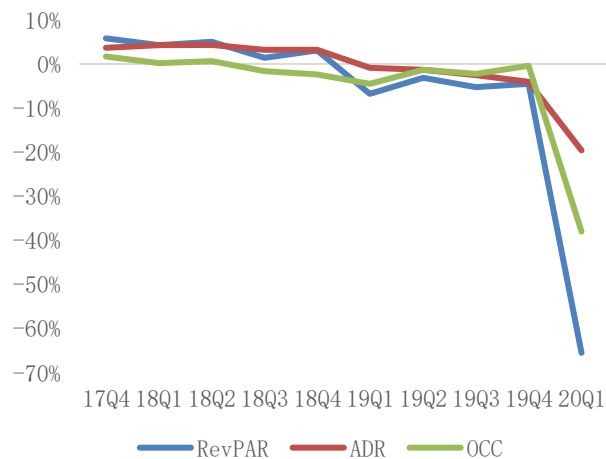
略有回升，20Q1 同比下降 34.90pct。首旅酒店开业 18 个月以上成熟酒店经营情况稍好，但三大酒店经营指标自 19Q1 持续下行。

图 45：首旅酒店期内 RevPAR/ADR/OCC



数据来源：wind，山西证券研究所

图 46：首旅酒店期内经营成熟店 RevPAR/ADR/OCC



数据来源：wind，山西证券研究所

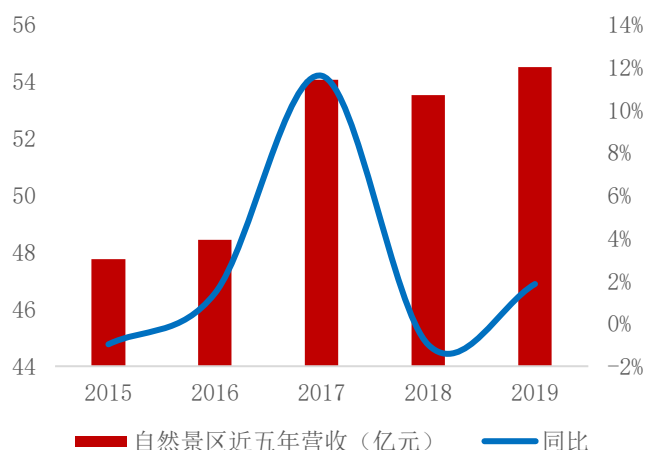
2.3 景区——自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行

2019 年自然景区板块实现营收 54.51 亿元 (+1.85%)，归母净利润 9.69 亿元 (-18.02%)。毛利率同比上升 0.63pct 至 48.04%，净利率同比下降 4.48pct 至 18.03%。整体费用率同比下降 0.50pct 至 23.56%，其中销售费用率 5.54 (-0.44pct)、管理费用率 17.38% (+0.49pct)、财务费用率 0.63% (-0.55pct)。

人工景区实现营收 29.3 亿元 (-17.67%)，归母净利润 13.82 亿元 (+2.75%)，期内营收、业绩增速分别下滑 23.31pct、17.02pct，主要系实景演艺龙头宋城演艺子公司六间房网络直播平台出表所致。期内毛利率同比上升 3.90pct 至 70.29%，净利率同比上升 10.49pct 至 47.88%。整体费用率 15.02% (-3.24pct)，其中销售费用率 5.63% (-3.07pct)、管理费用率 9.23% (+0.21pct)、财务费用率 0.16% (-0.39pct)，成本控制较好。

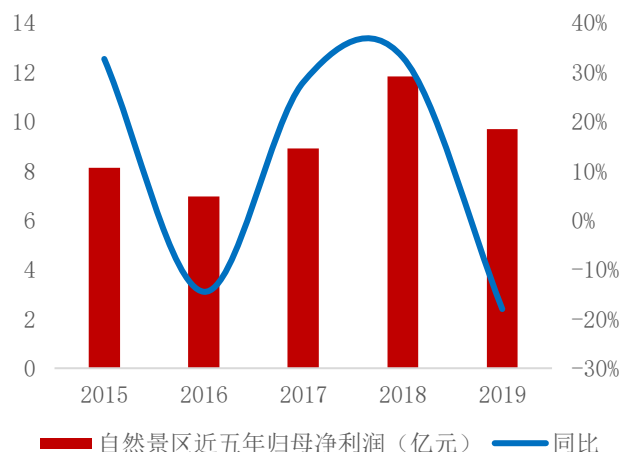
两类景区相比较人工景区实现了高毛利率、高净利率、低费用率，主要系板块内复制能力较强的宋城演艺带动业绩提升。在发改委指导自然景区门票降价、国务院办公厅印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》政策指引等背景下，我们更加推荐复制能力较强、景区承载容量大、消费形式多元的人工景区。

图 47：自然景区营收及增速



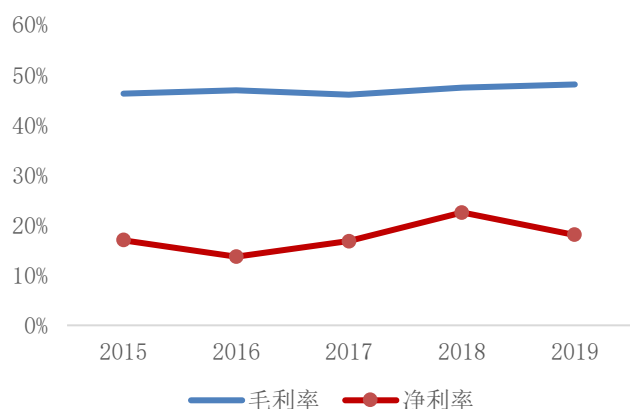
数据来源：wind，山西证券研究所

图 48：自然景区归母净利润及增速



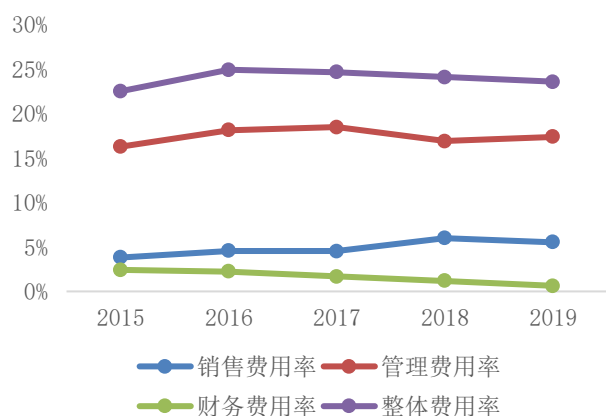
数据来源：wind，山西证券研究所

图 49：自然景区前三季度毛利率与净利率情况



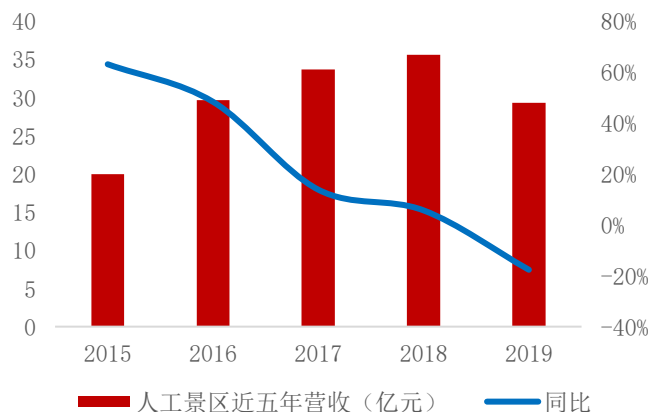
数据来源：wind，山西证券研究所

图 50：自然景区前三季度三项费用率情况



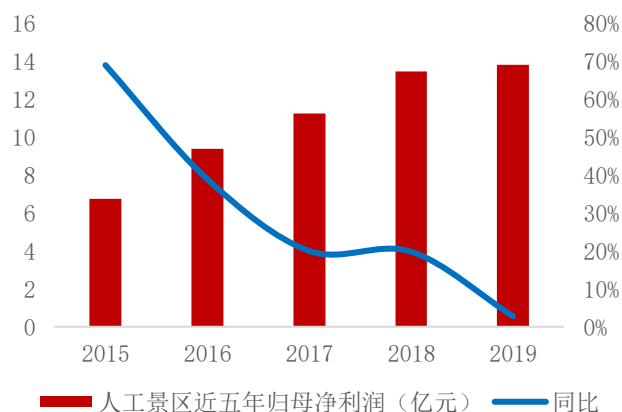
数据来源：wind，山西证券研究所

图 51：人工景区营收及增速



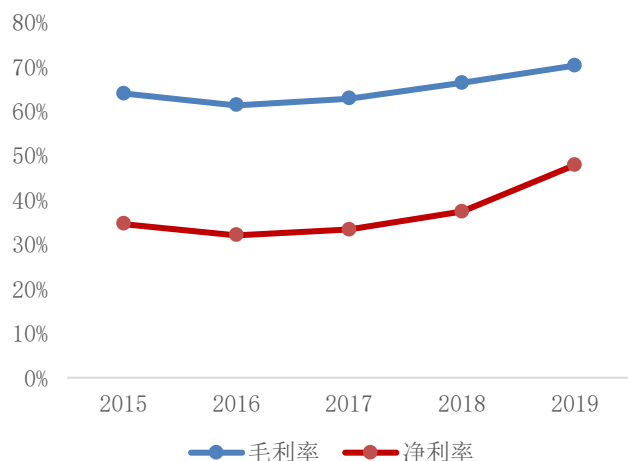
数据来源：wind，山西证券研究所

图 52：人工景区归母净利润及增速



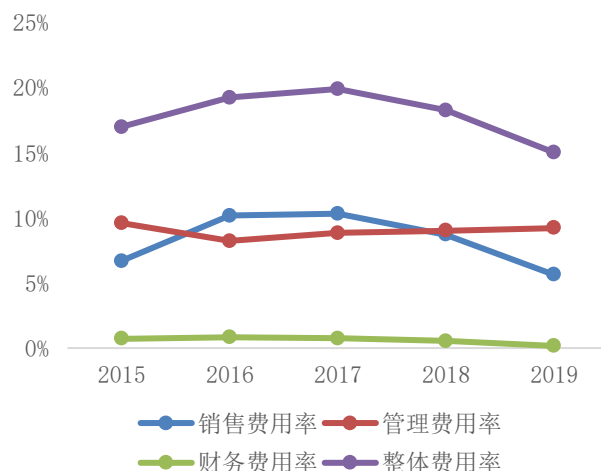
数据来源：wind，山西证券研究所

图 53：人工景区毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 54：人工景区各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

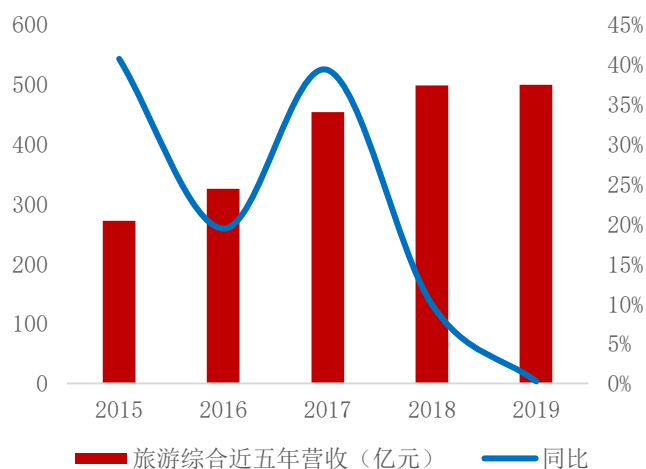
20Q1 自然景区板块实现营收 2.38 亿元 (-75.64%)。归母业绩亏损 3.79 亿元 (-801.85)。毛利率同比下降 115.87pct 至 78.76%，净利率同比下降 170.88pct 至 165.73%。整体费用率 96.71% (+68.15pct)，其中销售费用率 19.59% (+12.80pct)、管理费用率 74.19% (+53.54pct)、财务费用率 3.04% (+1.81pct)。

受新冠肺炎疫情影响，人工景区所涉及的度假村、主题公园、实景剧院等具有人群聚集属性，自 1 月 24 日闭园后目前没有发布重新营业的通知，对一季度业绩造成巨大影响。业绩复苏时间取决于疫情在全国范围内控制情况，重新开放剧院等演出场所。20Q1 人工景区实现营收 1.45 亿元 (-83.31%)，归母净利润 0.26 亿元 (-92.82%)，期内毛利率同比下滑 5.78pct 至 62.44%，净利率同比下滑 29.53pct 至 14.28%。疫情期间景区闭园，但是人工、场地、能源消耗费用等成本无法持续削减，费用率大幅提升，整体费用率同比上升 75.34pct 至 90.37%，其中销售费用率 16.79 (+8.98pct)、管理费用率 74.71% (+68.19pct)、财务费用率-1.13% (-1.82pct)。

2.4 旅游综合——19Q4 业绩亏损拖累全年，2020 年疫情影响预期下行

2019 年旅游综合板块实现营收 499.31 亿元 (+0.27%)，归母业绩亏损 6.98 亿元 (-138.73%)，受腾邦国际 (亏损 15.76 亿元，同比下滑 39.49%)、海航创新、国旅联合期内业绩亏损影响，旅游综合板块业绩下滑明显。毛利率同比下滑 0.93pct 至 17.61%，净利率同比下滑 5.55pct 至 -0.85%。期内整体费用率同比上涨 0.91pct 至 14.59%，其中销售费用率 8.03% (+0.72pct)、管理费用率 5.13% (+0.21pct)、财务费用率 1.43% (-0.01pct)。

图 55：旅游综合营收及增速



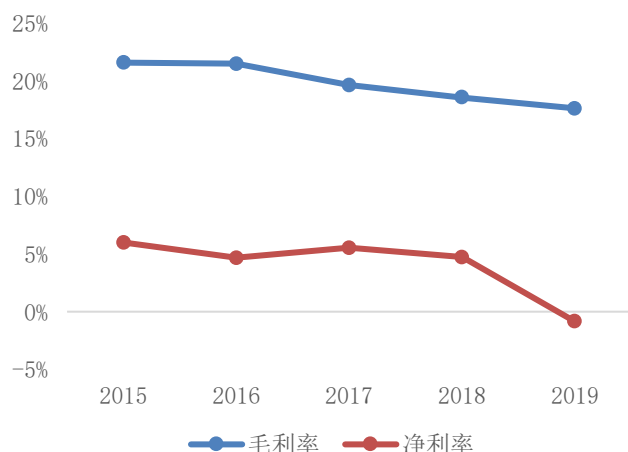
数据来源：wind，山西证券研究所

图 56：旅游综合归母净利润及增速



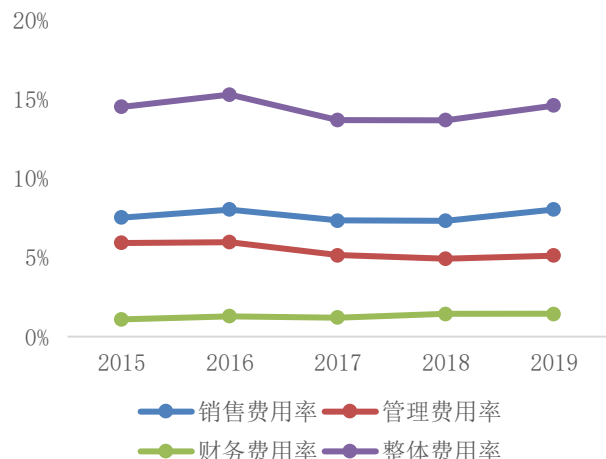
数据来源：wind，山西证券研究所

图 57：旅游综合毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 58：旅游综合各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

20Q1 旅游综合板块实现营收 44.1 亿元（-58.64%），归母业绩亏损 6.31 亿元（-323.76%）。毛利率同比下滑 7.83pct 至 10.33%，净利率同比下滑 20.46pct 至-17.17%。整体费用率大幅提升，同比上涨 12.03pct 至 26.70%，其中销售费用率 12.89%（-4.51pct）、管理费用率 10.27%（+5.41pct）、财务费用率 3.54%（+2.12pct）。20Q1 旅游综合板块 11 家上市公司仅国旅联合实现盈利 379.70 万元，其余全部亏损。板块内凯撒旅业、众信旅游、岭南控股、中青旅等经营旅行社业务，短期内旅游服务业务较难实现业绩复苏，疫情在全球蔓延增大出入境旅游服务业务复苏不确定性，预计全年业绩承压。

3.重点关注公司及投资建议

3.1、中国国旅：聚焦免税夯实龙头地位，疫情期间开通“电商+包邮”维持购买热度

作为目前 A 股市场唯一以免税为主营业务的上市公司，中国国旅已经建立完整上下游供货渠道、业绩输出点以及全品类免税商品经营，同时叠加牌照经营护城河优势明显。短期内虽受疫情冲击机场进出港客流减少，中国国旅在一季度开通海南离岛免税业务线上购物+包邮直寄、多个品牌加入打折优惠活动，购买热度持续提高。

投资建议：公司商品销售业务受出入港航班数量、游客人次影响，目前海外疫情拐点尚不明朗、国际航班大幅度减少、出入境人次断崖式下跌，使机场、离岛免税商品销售业务业绩承压严重，一季报业绩亏损 1.2 亿元已体现。3 月 13 日发改委等部门联合印发《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》提到进一步完善免税业政策，包括完善市内免税店政策、扩大口岸免税业务增设口岸免税店、根据居民收入水平提高和消费升级情况适时研究调整免税限额和免税品种类、在免税店设立一定面积的国产商品销售区，此举直接利好中国国旅。同时 4 月 13 日，中国旅游集团在三亚设立的两家体验实体店（展示店）正式开业，拟增设三亚市内离岛免税店以及三亚机场离岛免税店。海南离岛免税有望首先成为疫情背景下，全球免税零售市场复苏的领头军，此举将进一步夯实中国国旅-中免集团在海南免税业务、以及全国免税龙头地位。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.13\2.83\3.66, 2020-2022 年 PE 分别为 76.29\30.60\23.64, 维持评级给予“增持”评级。

3.2、首旅酒店：长线看好龙头企业整合市场

2019 年公司实现营收 83.11 亿元（-2.67%），增速下滑 4.12pct；实现归母净利润 8.85 亿元（+3.26%），增速下滑 32.58pct；扣非归母净利润 8.16 亿元（+18.30%），增速提升 2.31pct。新冠疫情爆发，全国范围内限制人员流动以及延迟复工，使酒店行业面临重大挑战。公司 20Q1 日常经营受疫情影响冲击严重，期内实现营业收入 8.01 亿元（-58.80%）较上年同期大幅下滑。归母业绩亏损 5.26 亿元（-811.25%），扣非业绩亏损 5.22 亿元（-1028.27%）。

投资建议：公司受新冠疫情影响业绩损失显著，2020Q1 业绩由盈转亏，归属于上市公司股东净亏损

5.26 亿元，去年同期净利润为 7395.7 万元。目前公司所属酒店 90%以上恢复营业，其中如家复工开业店出租率达到 65%，公司配合疫情防控推出“安心住”等产品适应市场，预计 Q2 出租率有所回升。在疫情影响下公司今年仍计划新开店 800-1000 家，较上年新开店 800 家进一步提升。疫情之下国内酒店普遍承压，目前已经出现酒店宣布停业破产。作为国内龙头酒店集团，中长线有机会把握市场开展并购整合、持续提升产品质量+扩大加盟占比。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.28\0.91\1.04，2020-2022 年 PE 分别为 50.98\15.89\13.93，维持评级给予“增持”评级。

3.3、锦江酒店：开店计划有序推进，疫情下 Q1 实现盈利

2019 年公司实现营收 150.99 亿元(+2.73%)，增速下滑 5.47pct，实现归母净利润 10.92 亿元(+0.93%)，增速下滑 21.83pct，扣非归母净利润 8.92 亿元(+20.69%)，增速下滑 10.81pct。20Q1 公司实现营业收入 21.89 亿元(-34.41%)，归母净利润 1.71 亿元(-42.26%)，疫情下仍旧实现盈利，面对困难，龙头企业彰显抗风险能力。

投资建议：短期来看，伴随着国内各行各业开始复工，酒店业的运营也逐步恢复。公司旗下直营酒店目前已全部复工，境内酒店整体营运率已回升至 96%，门店平均出租率已基本回升至 50%以上。随着五一小长假、暑假相继到来、多地下调疫情防控应急响应级别、人员流通限制逐渐放开，商务差旅、自由行将陆续恢复。中长期来看，此次疫情给酒店业造成的损失已不可避免，但疫情给行业带来的结构调整也是机遇所在，龙头酒店集团或加快扩张步伐。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.52\1.33\1.42，2020-2022 年 PE 分别为 48.01\18.90\17.74，维持评级给予“增持”评级。

3.4、广州酒家：疫情期间速冻食品持续发力贡献主要业绩

A 股稀缺餐饮标的，公司坚持“餐饮立品牌，食品创规模”发展战略，深耕广东本地经营、线上销售业绩亮眼。期内食品制造业和餐饮业收入分别为 22.90 亿元(+21.07%)、6.68 亿元(+10.95%)。食品制造业中的月饼系列产品实现营收 11.92 亿元(+14.79%)、速冻食品实现营收 5.53 亿元(+34.79%)增幅显著。广东省内实现营收 24.59 亿元(+15.87%)，占比 81.18%(-3.36pct)，进一步巩固区域市场的领先地位；广东省外实现营收 4.99 亿元(+40.10%)，占比 16.50%(+2.20pct)，省外营收业绩增速显著系经销商开拓及电商平台加大投入力度所致。本年度线上渠道实现营收 3.96 亿元(+12.22%)，占比 13.08%(+12.22pct)，毛利率 59.60%(+59.44pct)，线上渠道增速亮眼。直接销售实现营收 13.99 亿元(+18.55%)，经销实现营收 15.93 亿元(+19.34%)。

投资建议：报告期内公司受猪肉等原材料价格波动影响净利润增幅较小，总体来看食品制造业务规模继续扩大，餐饮业务稳步提升，营业收入保持较快增长。未来湘潭、梅州、茂名等食品生产基地逐步投产、相继释放产能、产销更加趋于合理比例。2020Q1 受新冠疫情影响，公司餐饮堂食业务在配合广东省疫情防控措施下闭店消杀。疫情下速冻食品需求呈现井喷态势，增幅趋于 50%，食品制造业务在危机中彰显刚性需求优势。往年公司一季度营收占全年 17%-18%，销售旺季集中在三、四季度，疫情对一季度经营冲击预计不会给全年带来较大影响。随着疫情在国内范围得到有效控制，各地相继放开餐饮堂食限制，公司餐饮业务将逐渐复苏；“宅”经济下速冻食品一马当先贡献主要业绩，未来有望成为公司发展战略侧重点。中长期看好生产基地投产带动食品制造业务持续发力增厚利润。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.01\1.18\1.43，2020-2022 年 PE 分别为 30.4\25.9\21.5，维持评级给予“增持”评级。

表 2：重点推荐公司盈利预测预估值

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
601888.SH	中国国旅	91.30	2.37	1.13	2.83	3.66	36.5	76.29	30.20	23.64	增持
600754.SH	锦江酒店	29.32	1.14	0.52	1.33	1.42	22.0	48.01	18.90	17.74	增持
600258.SH	首旅酒店	16.35	0.93	0.28	0.90	1.04	16.2	50.98	15.89	13.93	增持
603043.SH	广州酒家	29.04	0.95	1.01	1.18	1.43	32.3	30.4	25.9	21.5	增持

资料来源：wind，山西证券研究所

4.风险提示

宏观经济波动；

免税政策变化；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

表 3：2019 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级 行业	申万三级 行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净 利润	yoy	毛利率	毛利率 变动 pct	净利率	净利率变 动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	26.12	-18.67%	13.40	4.09%	71.39%	4.96	52.26%	12.48
		大连圣亚	3.19	-8.32%	0.42	-96.89%	61.23%	-4.78	11.97%	-3.31
	自然景区	桂林旅游	6.06	5.77%	0.55	-31.57%	43.12%	-2.86	4.10%	-7.45
		黄山旅游	16.07	-0.88%	3.40	-48.68%	55.97%	1.83	22.63%	-14.70
		西藏旅游	1.88	5.22%	0.21	-0.18%	49.71%	-6.48	11.44%	-0.77
		张家界	4.25	-9.21%	0.11	-76.62%	29.94%	-1.58	2.67%	-2.66
		峨眉山 A	11.08	3.30%	2.26	8.10%	43.45%	0.87	20.39%	0.92
		长白山	4.67	0.66%	0.75	-72.82%	35.11%	0.69	16.11%	1.54
		天目湖	5.03	2.81%	1.24	19.86%	65.32%	3.21	28.15%	4.03
		九华旅游	5.37	10.70%	1.17	-40.08%	48.13%	1.08	21.78%	2.81
		酒店	酒店	华天酒店	11.11	15.91%	0.50	-110.52%	50.84%	-3.00
西安旅游	8.64			-2.48%	-0.30	-92.08%	5.38%	-0.99	-3.74%	-13.50
大东海 A	0.26			-12.13%	0.01	15.83%	57.27%	-2.91	2.92%	0.70
首旅酒店	83.11			-2.67%	8.85	3.18%	93.68%	-0.79	11.06%	0.61
锦江酒店	150.99			2.73%	10.92	0.93%	89.89%	0.29	8.47%	0.12
金陵饭店	11.89			14.77%	0.75	-93.51%	55.92%	-3.97	10.00%	-1.20
旅游综合	旅游综合			岭南控股	79.72	12.63%	2.59	26.52%	13.81%	-1.57
		凯撒旅游	60.34	-26.24%	1.26	-68.51%	20.36%	2.26	3.37%	-0.31
		丽江旅游	7.23	6.53%	2.03	6.18%	67.08%	-0.08	32.21%	2.65
		云南旅游	28.79	27.35%	0.95	-86.05%	17.98%	-0.05	2.10%	-21.04
		三特索道	6.77	4.39%	0.11	-91.53%	57.20%	1.59	3.51%	-18.38
		众信旅游	126.22	3.70%	0.69	-56.66%	9.75%	0.38	0.61%	0.21
		腾邦国际	32.97	-32.52%	-15.76	-1039.49%	1.69%	-13.86	-53.67%	-57.20
		中青旅	140.54	14.58%	5.68	-25.75%	24.09%	-1.21	6.47%	-1.01
		国旅联合	3.55	28.99%	-1.90	127.41%	16.47%	-9.60	-52.75%	-29.05
		海航创新	0.15	15.56%	-3.08	11.93%	5.85%	-1.28	-2036.86%	-572.13
		曲江文旅	13.05	-2.95%	0.45	-40.83%	26.22%	-0.90	3.56%	-2.16
	免税	中国国旅	479.66	2.04%	46.29	45.99%	49.40%	7.94	11.29%	2.92
	餐饮	餐饮	西安饮食	5.00	0.89%	-0.47	-597.91%	32.23%	-1.56	-9.59%
广州酒家			30.29	19.38%	3.84	-2.35%	52.75%	-1.90	12.68%	-2.45
全聚德			15.66	-11.87%	0.45	-38.90%	58.48%	-1.55	2.51%	-2.11
其他休闲 服务	其他休闲 服务	科锐国际	35.86	63.24%	1.52	-20.17%	14.31%	-3.81	4.99%	-1.25

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2020Q1 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级 行业	申万三级 行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净 利润	yoy	毛利率	毛利率 变动 pct	净利率	净利率 变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	1.34	-83.71%	0.50	-86.50%	76.33%	6.56	34.13%	-13.26
		大连圣亚	0.11	-74.93%	-0.24	-181.24%	-105.7%	-145.03	-225.88%	-203.13
	自然景区	桂林旅游	0.27	-76.34%	-0.67	-3346.53%	-91.17%	-128.61	-271.86%	-266.32
		黄山旅游	0.70	-73.59%	-0.77	-427.71%	-41.16%	-84.25	-115.72%	-125.30
		西藏旅游	0.05	-64.38%	-0.19	-145.28%	-102.2%	-136.22	-358.48%	-301.52
		张家界	0.11	-79.90%	-0.37	-342.70%	-219.8%	-229.95	-336.52%	-320.66
		峨眉山 A	0.68	-73.47%	-0.96	-594.64%	-70.00%	-101.81	-141.80%	-149.35
		长白山	0.14	-71.87%	-0.29	-17.27%	-171.9%	-147.84	-212.50%	-161.53
		天目湖	0.21	-76.20%	-0.26	-275.98%	-50.56%	-108.69	-140.73%	-158.64
		九华旅游	0.21	-83.97%	-0.27	-169.89%	-102.6%	-157.70	-126.28%	-155.23
		酒店	酒店	华天酒店	0.67	-70.28%	-1.35	-78.27%	20.22%	-33.41
西安旅游	0.37			-65.84%	-0.12	-233.07%	0.67%	-6.79	-32.69%	-29.43
大东海 A	0.03			-63.10%	-0.02	-258.39%	14.88%	-52.69	-72.62%	-89.53
首旅酒店	8.01			-58.80%	-5.26	-811.25%	-43.53%	-137.45	-67.51%	-72.57
锦江酒店	21.89			-34.41%	1.71	-42.26%	35.20%	-53.14	7.05%	-2.69
金陵饭店	2.61			-12.91%	-0.19	-243.99%	37.07%	-13.79	-5.89%	-13.43
旅游综合	旅游综合	岭南控股	6.71	-63.07%	-0.62	-155.34%	9.49%	-4.52	-9.86%	-16.55
		凯撒旅游	7.49	-58.54%	-0.64	-312.41%	16.32%	1.46	-8.70%	-11.61
		丽江旅游	0.41	-67.77%	-0.21	-160.76%	11.69%	-55.19	-56.36%	-86.84
		云南旅游	2.16	-33.89%	-0.27	-30.22%	16.19%	7.15	-19.08%	-12.34
		三特索道	0.30	-72.52%	-0.78	-101.13%	-63.47%	-107.51	-273.10%	-237.52
		众信旅游	11.42	-53.26%	-0.29	-144.80%	9.64%	-3.62	-2.86%	-5.43
		腾邦国际	0.95	-91.53%	-0.70	-437.09%	0.43%	-18.25	-77.97%	-80.20
		中青旅	12.01	-52.76%	-1.98	-408.57%	11.88%	-12.09	-24.22%	-27.88
		国旅联合	1.00	88.96%	0.04	-193.93%	9.27%	-18.63	2.91%	5.76
		海航创新	0.00	-60.17%	-0.17	52.48%	-149.2%	-192.17	-8787.00%	-6491.5
	曲江文旅	1.65	-48.15%	-0.68	-321.75%	-8.10%	-37.33	-41.54%	-51.04	
免税	中国国旅	76.36	-44.23%	-1.20	-105.21%	42.55%	-6.90	-6.23%	-25.17	
餐饮	餐饮	西安饮食	0.64	-52.75%	-0.46	-323.39%	0.35%	-28.07	-72.11%	-63.91
		广州酒家	5.33	0.14%	0.12	-73.17%	42.47%	-4.67	2.29%	-6.26
		全聚德	1.80	-55.03%	-0.89	-931.66%	-16.45%	-72.88	-53.48%	-55.46
其他休闲 服务	其他休闲 服务	科锐国际	9.23	14.95%	0.26	3.72%	10.81%	-1.83	3.44%	-0.49

资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

