

社会服务

餐饮旅游 2018 年三季报总结

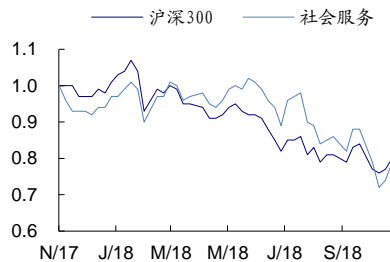
超配

(维持评级)

2018 年 11 月 06 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业专题



相关研究报告:

《餐饮旅游行业 10 月投资策略: Q4 开始进入淡季, 择机优选龙头布局明年》——2018-10-15
 《黄金周报评暨三季报前瞻: 接待瓶颈&消费理性化致黄金周增速放缓, 三季报龙头有望较快增长》——2018-10-09
 《全球免税行业专题: 广阔增量市场, 龙头逆风飞翔》——2018-09-20
 《9 月投资策略: 板块估值有所回调, 择机把握优质龙头》——2018-09-14
 《餐饮旅游 2018 年中报总结: 板块业绩持续高速增长, 龙头助力业绩提升》——2018-09-04

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

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

板块高基数下健康增长, 免税、演艺表现突出

● 18 前三季度旅游板块收入增长 21%, 业绩增长 26%

前三季度, 旅游板块营收增 21%, 业绩增 26%, 扣非后增 26%, 高基数下仍健康增长。各子板块, 营收: 免税 (64%) > 出境游 (14%) > 景区 (10%) > 餐饮 (9%) > 演艺 (7%) > 酒店 (6%) > 综合 (1%); 业绩: 免税 (42%) > 酒店 (29%) > 餐饮 (29%) > 演艺 (25%) > 景区 (20%) > 出境游 (11%) > 综合 (6%)。免税、演艺、餐饮板块表现较为突出, 酒店、出境游增长略放缓, 景区表现平淡。重点公司 1-9 月收入增 26%, 业绩增 30%, 扣非后增 27%, 优于板块。**三特索道、中国国旅、首旅酒店、广州酒家、腾邦国际、宋城演艺**等三季报业绩增长靠前。

● Q3 板块收入增速 17%, 业绩增长 19%, 增速放缓

2018Q3 旅游板块收入增长 17%, 较 Q2 放缓 (Q2 +28%), 业绩增长 19%, 较 Q2 放缓明显 (Q2 +27%), 主要受宏观经济及意外因素影响。其中, 中国国旅主要受日上上海并表&三亚店强势影响, Q3 增 29%; 宋城演艺三亚高增长+杭州稳定+六间房平稳, Q3 业绩增 25%; 广州酒家得益于产能释放, Q3 业绩增 52%。

● 基金持仓: 重仓持股比例提升, 沪/深港通增持国旅&宋城

2018Q3, 社服板块基金重仓持股比例为 1.38%, 环比提升 0.32pct, 增持幅度行业排第 6, 且机构已成为行情的主要驱动力。行业前五大机构重仓股分别为国旅、宋城、锦江、首旅和中青旅, 前五大基金重仓股分别为国旅、宋城、中青旅、锦江和众信, 基金持仓比例均有所下调; 但沪/深港通增持国旅、宋城和锦江, 其中国旅的沪港通持仓比为 11.17%, 环比提升 0.74pct。

● 投资建议: 维持板块中长线“超配”, 短期有不确定, 坚守优质白马

维持板块“超配”评级。总体来看, 在宏观经济放缓及目的地突发事件背景下, 旅游板块和重点公司收入、业绩增长放缓, 景气度下降。就中长线投资者, 首先仍关注竞争格局占优/商业模式可复制, 且业绩增长较确定的优质白马品种, 建议调整中逐步增配**中国国旅** (免税龙头, 国内外机场+市内免税店有望齐发力)、**宋城演艺** (演艺龙头, 新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破)、**锦江股份/首旅酒店** (酒店龙头, 加盟扩张支撑业绩, 但短期与宏观经济走势联动), 中长期稳健亦可关注**中青旅**等; 若后续市场企稳且宏观经济预期改善, 可兼顾基本面业绩弹性较大的:**三特索道、腾邦国际、众信旅游、凯撒旅游**等。综合长期前景、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况, 个股重点推荐**中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店、三特索道、腾邦国际、众信旅游、凯撒旅游和中青旅**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 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601888	中国国旅	买入	57.47	1122.09	1.89	2.40	44.6	30.4
300144	宋城演艺	买入	22.2	322.48	0.85	1.10	30.4	26.1
600754	锦江股份	买入	24.73	220.75	1.10	1.16	26.9	22.5
600258	首旅酒店	买入	17.85	174.73	0.88	0.90	27.9	20.3
002159	三特索道	买入	19.16	26.57	0.95	0.31	479.0	20.2

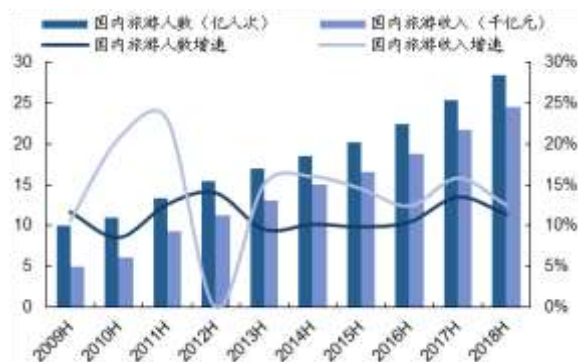
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

1-9月：板块高基数下健康增长，免税、演艺较突出

旅游行业：上半年高基数下健康增长，但增速较去年同期略有放缓

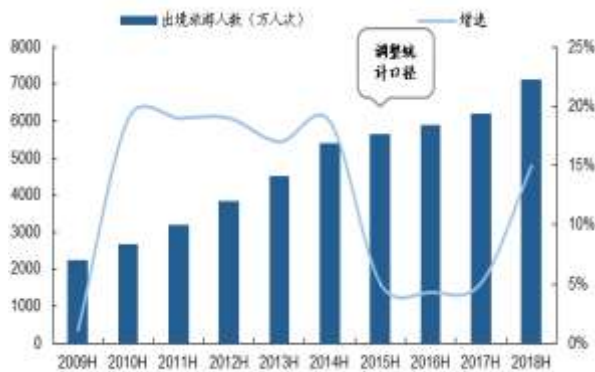
2018年上半年旅游行业整体健康增长。从全国来看，根据文化和旅游部发布的《2018年上半年旅游经济主要数据报告》，2018年上半年我国实现国内旅游**28.26亿人次**，同比增长**11.4%**，国内旅游收入**2.45万亿**，同比增长**12.5%**，在去年较高景气基数的情况下整体仍然保持稳定增长，但同比增速较去年同期略有所放缓；入境旅游**6923万人次**，相比去年同期略有下降。不过，居民出境游人次则达**7131万**，同比增长**15%**，我们预计与去年同期出境游相对低基数（限韩令），今年上半年韩国游等目的地恢复有关。

图 1：18H 国内游人数/收入在去年高基数下稳定增长，但增速较去年同期略有放缓



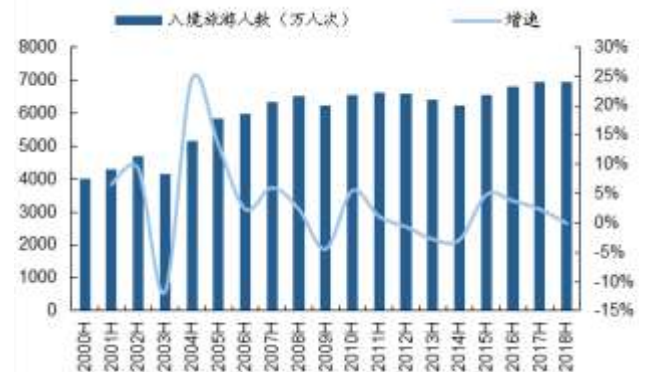
资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图 2：2018H1 年出境游人次增长 15%



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理
注：2014年及以前为“出境人数”，2014年之后为“出境游人数”

图 3：2018H1 年入境游人次与去年同期基本持平



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

从各子行业来看，**免税、演艺**整体表现较为靓丽。**免税**主要受益于行业整合及政策利好预期，海南离岛免税持续保持较快增长；**演艺**受益于二三线城市的消费需求崛起及旅游市场的规范整合，成熟旅游项目表现稳定向好；**酒店**上半年景气度仍较良好，但 Q3 受制于宏观经济大环境放缓及自身高基数，RevPAR 增长趋缓，但加盟扩张仍维持较好态势，对业绩仍有一定支撑。**出境游**方面，上半年行业增长仍较良好，但 Q3 随着宏观经济增速趋缓及突发事件影响，出境游景气度下降，其中东南亚主要受泰国沉船事件影响，日韩受极端天气影响，Q3 亚洲出境游增长放缓相对明显；**自然景区**客流增长相对稳定，但门票降价压力带来后续成长压力；**博彩**在经历了 20 多个月高速正增长后也开始出现增速放缓的趋势。

旅游板块：前三季度收入增 21%，业绩增 26%，相对仍有支撑

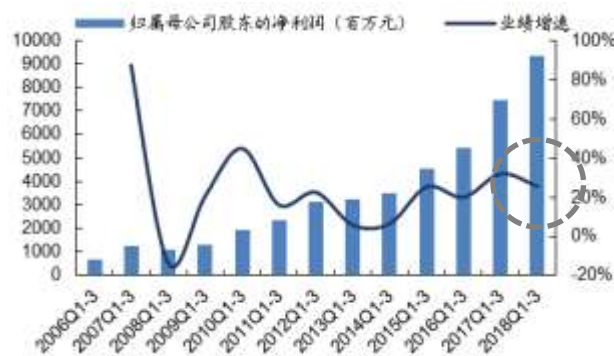
总体来看，在考虑追溯调整影响后，国信旅游板块 2018 年前三季度收入增长 **21.44%**，与去年同期增速（21%）基本持平；业绩增长 **25.68%**，较 2017 年前三季度增速（32%）趋缓；扣非后业绩增长 **25.98%**，较去年同期（扣非增 41%）也进一步减速，主要是受到宏观经济大环境承压、去年高基数及境外个别突发事件影响，但去年高基数下整体保持 26% 的业绩高增长本身仍可圈可点。

图 4：2018 年前三季度旅游板块营业收入增长 21%



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。

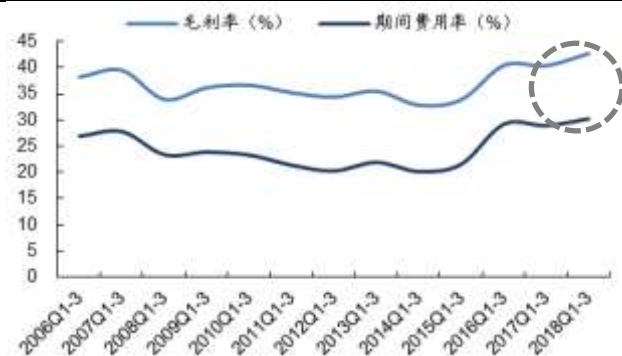
图 5：2018 年前三季度旅游板块净利润增长 26%



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。

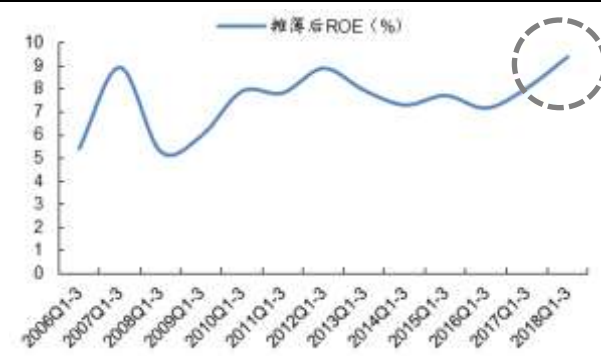
通过分析旅游板块前三季度盈利能力，我们发现 2018 年前三季度旅游板块上市公司的毛利率、摊薄后 ROE 和期间费用率相比去年同期均有所提升。如图 6 所示，2018 年前三季度，旅游板块毛利率为 **42.74%**（整体法），较去年同期上升 **2.34pct**；期间费用率为 **30.13%**（整体法），较去年同期上升 **1.27pct**。此外，摊薄后 ROE 为 **9.41%**（整体法），同增 **1.35pct**，主要受旅游板块整体收入和业绩持续良好增长，盈利能力逐步提升推动。

图 6：2006-2018 年前三季度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
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

图 7：2006-2018 年前三季度旅游板块 ROE 走势



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。

子板块分化：免税、演艺相对优良，出境游、酒店 Q3 承压增速放缓

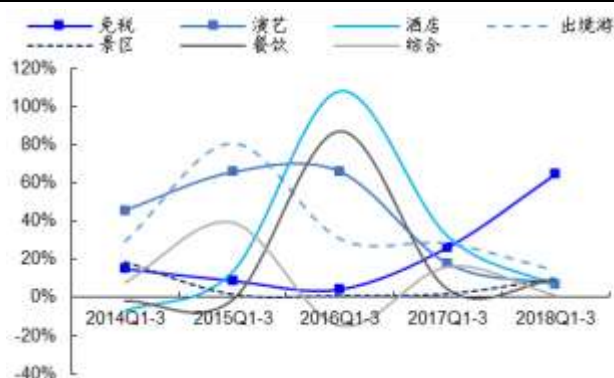
为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 32 个上市公司（与以往相比，新增广州酒家与天目湖）分为 7 个子板块。分别是**免税**（中国国旅）、**演艺**（宋城演艺）、**酒店**（锦江股份、首旅酒店、金陵饭店、华天酒店、大东海 A）、**出境游**（众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际）、**景区**（张家界、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、黄山旅游、中青旅、大连圣亚、长白山、九华旅游、天目湖）、**餐饮**（西安饮食、全聚德、广州酒家）和**综合**（岭南控股、西安旅游、云南旅游、国旅联合、号百控股、曲江文旅、*ST 藏旅、新智认知）。

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，

从收入增长来看，2018 年前三季度，免税 (64.39%) > 出境游 (14.07%) > 景区 (9.84%) > 餐饮 (9.01%) > 演艺 (6.77%) > 酒店 (6.15%) > 综合 (1.17%)。从各板块的业绩增长来看，免税 (41.79%) > 酒店 (28.77%) > 餐饮 (28.57%) > 演艺 (25.01%) > 景区 (19.67%) > 出境游 (10.78%) > 综合 (5.96%)。

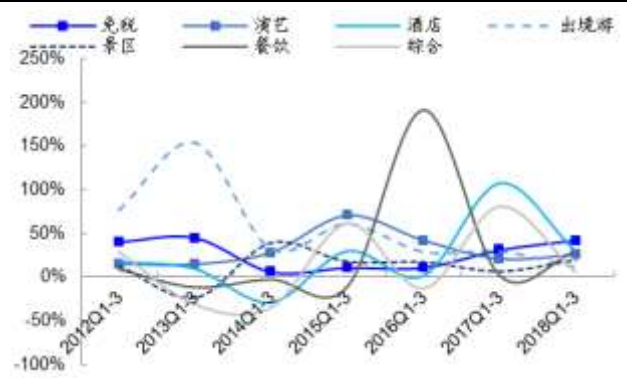
- 免税板块收入和业绩增长表现最为靓丽，前三季度中国国旅收入+64.39%/业绩+41.79%，主要来自三亚免税店今年以来持续高增长及毛利率改善+日上上海 2018 年 3 月新增并表贡献+香港机场亏损综合影响。
- 演艺板块业绩增长逆势较为良好。宋城演艺受九寨项目关停，六间房稳健，杭州本部高基数下稳定增长以及轻资产确认差异影响，前三季度收入稳定增长+6.77%，但依托三亚发力、丽江逐步受益于区域整治见成效以及六间房控费增效下的业绩提升，前三季度公司业绩实现了同比增长 25.01%的靓丽成绩 (三大成熟演艺项目总体表现仍较良好)。
- 酒店板块在经济基本面+去年高基数+加盟扩张下沉的影响下前三季度收入增速有所放缓 (+6.15%)，但加盟扩张下业绩仍有一定支撑，板块前三季度业绩增长 28.77%，其中首旅酒店前三季度收入+0.90%、业绩+45.62%、扣非业绩+21.89% (出售燕京饭店 20%股权获投资收益 1.26 亿)，锦江股份前三季度收入+9.23%、业绩+22.51%、扣非业绩+36.99%。
- 出境游板块主要受益于上半年出境游复苏，但 Q3 受宏观经济及泰国沉船事件影响等，增长有所放缓，其中腾邦国际前三季度收入+60.24%、业绩+37.31%；众信旅游零售渠道发力+非常损益推动+Q3 东南亚出境游业务受挫，最终实现了前三季度收入+2.16%、业绩+15.03%的成绩。
- 景区板块前三季度收入业绩分别同增 9.84%、19.67%，相比去年同期 (收入/业绩各增 1.82%/6.71%) 明显改善，主要因为中青旅平稳增长 (前三季度收入+15.79%、业绩+9.06%、扣非业绩+20.85%，乌镇、古北水镇增长稳定) 及三特索道的高速增长 (收入+27.87%、业绩+1032.43%、扣非业绩+6799.72%，盈利景区梵净山、华山索道的超预期表现+处置亏损资产坪坝营+有效控费) 推动。不过，景区相关公司门票十一前多数均有降价，对明年景区业绩成长有一定压制影响。
- 餐饮板块前三季度业绩表现靓丽 (业绩+28.57%，17 前三季度 1%)，主要受益于广州酒家的前三季度业绩良好表现 (前三季度业绩+49.88%，产能改善+月饼、速冻食品线上线下销售良好和所得税优惠等综合影响)。

图 8: 2018 年前三季度免税板块收入增长 64.39%



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 9: 2018 年前三季度免税业绩增长 41.79%



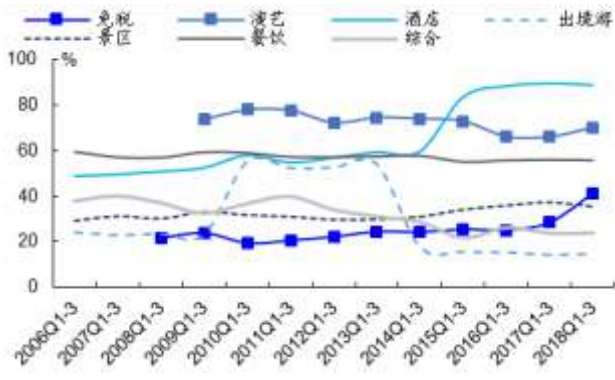
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

从毛利率的变化来看，免税板块毛利率提升明显，主要是因为免税业务占比提升以及免税业务本身毛利率提升 (日上并表和三亚店毛利率提升等影响)。具体来看，2018 前三季度，各子板块整体毛利率排序为: 酒店 (88.84%) > 演艺

(70.18%)>餐饮(55.57%)>免税(41.38%)>景区(35.30)>综合(23.65)>出境游(14.56)。其中，出境游子板块毛利率相对最低，与行业本身收入确认特点相关，但未来在行业集中度提升、上游资源端深度整合，预计该板块毛利率水平仍有一定改善空间。

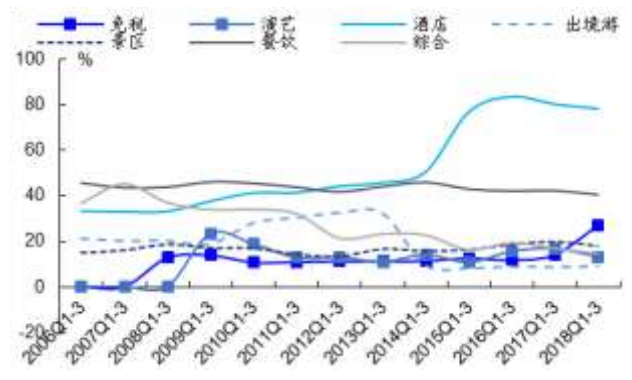
同时，2018年前三季度，各子板块的期间费用率排序为酒店(78.35%)>餐饮(40.37%)>免税(27.12%)>景区(18.06%)>综合(14.77%)>演艺(13.23%)>出境游(9.39%)。其中免税板块费用下降最为明显，主要与免税业务占比提升有关。

图 10: 2006-2018 年前三季度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

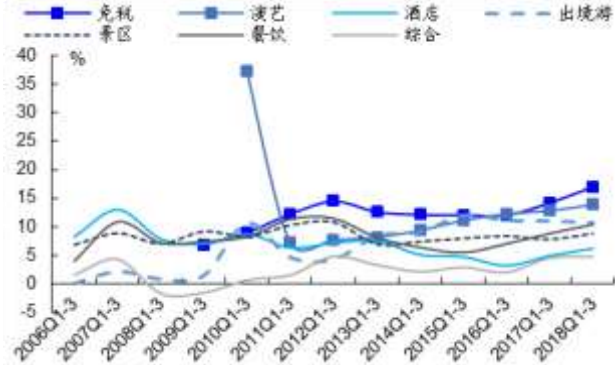
图 11: 2006-2018 年前三季度各子板块期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

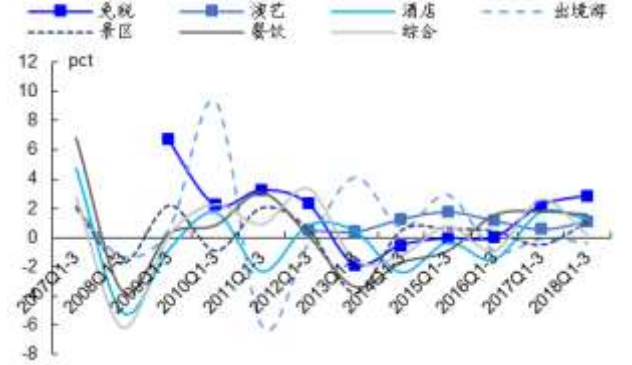
此外，从净资产收益率 ROE 的变化来看，2018 年前三季度，除出境游板块下降 0.35pct，其他板块均有不同程度的提升。具体各子板块 2018 年前三季度摊薄 ROE 排序为：免税(17.06%)>演艺(13.84%)>出境游(10.58%)>餐饮(10.36%)>景区(8.73%)>酒店(6.09%)>综合(4.76%)。

图 12: 2006-2018 年前三季度各子板块 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2007-2018 年前三季度各子板块 ROE 同比增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

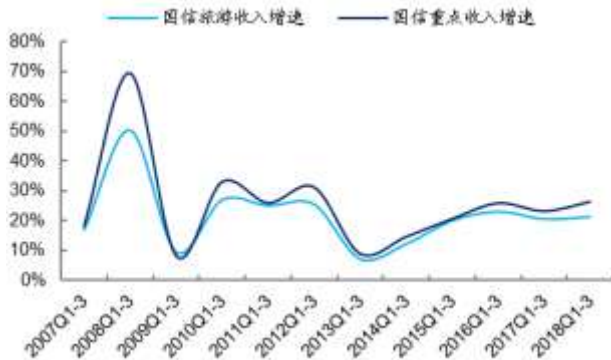
重点公司：2018 年前三季度营收增长 26%，业绩增长 30%

2018 年前三季度，我们重点跟踪的 14 家旅游上市公司营业总收入同比增长 26.30%，归属于母公司股东的净利润总额同比增长 29.50%，扣除非经常性损益后净利润同比增长 26.86%，三者增速均优于旅游板块整体。并且，重点公司净利润占旅游板块整体净利润的比例达 85%，是板块整体业绩的坚实支撑。

其中，板块最大权重个股中国国旅业绩增长 41.79%（主要来自三亚免税店持续高增长及毛利率改善+日上上海今年 3 月新增并表贡献+香港机场亏损综合影响），是重点公司业绩靓丽表现的最核心支撑；宋城演艺（三亚发力+杭州稳定增长+丽江改善+六间房稳定）业绩增 25.01%；首旅酒店业绩增长 45.62%（出售首汽、燕京饭店股权，如家业绩仍有相对良好支撑）；锦江股份业绩增 22.51%

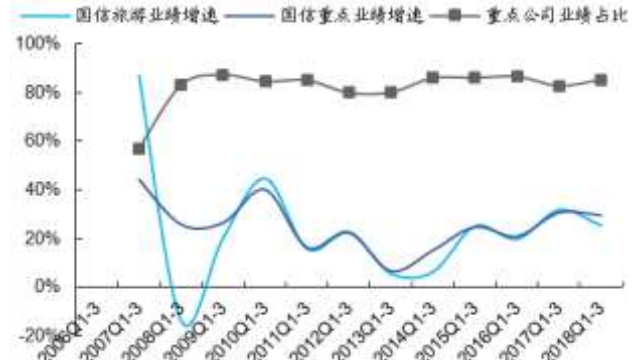
(总部整合供应链带来铂涛发力，原锦江系稳定)。

图 14: 2018 年前三季度重点公司营收同比增长 26%



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 15: 2018 年前三季度重点公司净利润整体增长 30%

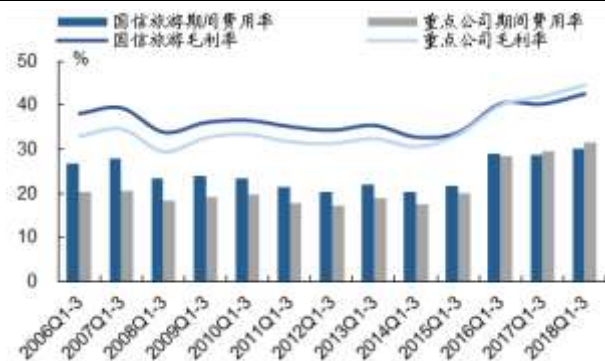


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

此外，三特索道盈利规模继续提升（受七大景区推动及控费提效推动），叠加处置坪坝营项目贡献，对应前三季度业绩增长 1032%；腾邦国际前三季度业绩增长 37.31%（俄罗斯线发力+Q3 喜游并表及东南亚承压综合影响）；黄山旅游前三季度业绩同增 22.95%（客流好转+控费+处置华安证券投资收益）；众信旅游前三季度业绩增长 15.03%（零售端布局推进+Q3 泰国沉船事件综合影响）；桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、中青旅分别同增 13.69%、11.44%、10.49%、9.06%，呈现稳定增长；凯撒旅游前三季度业绩下滑 8.22%（主要受去年同期出售基金份额获投资收益影响，扣非后增长 3.57%）；张家界业绩下滑 22.46%（交通管制导致杨家界索道明显下滑，同时环保客运也有所承压）。

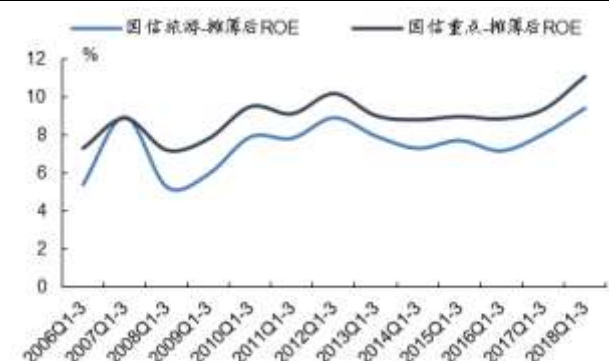
从图 16 可以看出，18 年前三季度重点公司整体毛利率、期间费用率基本都处于稳中有升的状态。2018 年前三季度重点公司整体毛利率为 44.51%，高于板块整体水平，较去年同期增长 2.55pct；期间费用率为 31.42%，略高于旅游板块整体水平，较去年同期上升 1.76pct；从摊薄后 ROE 来看，2018 年前三季度重点公司摊薄后 ROE 为 11.11%，高于板块整体水平，与去年同期相比增加了 1.74pct。

图 16: 前三季度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 17: 前三季度重点公司整体 ROE 走势



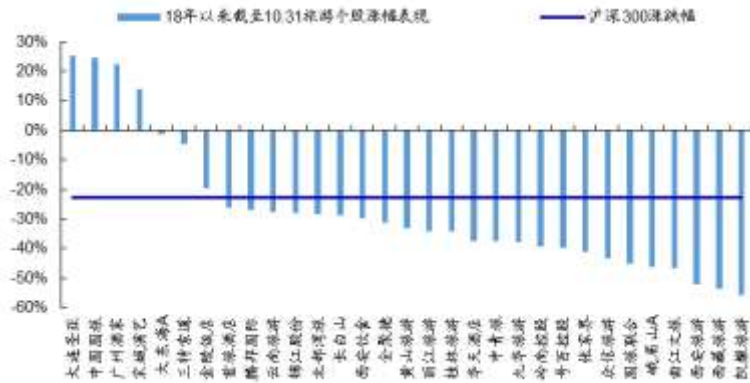
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块复盘：旅游板块跑赢大盘 9.77pct，免税及演艺板块为最大亮点

今年上半年，旅游板块显著跑赢大盘，相对收益最高达 15pct，排名各行业第一，超额收益凸显，其背后既有去年旅游板块相对小年因素（17 年旅游板块走势排名靠后），也有板块收入和业绩良好表现的基本面支撑。而 7 月之后，旅游

相对收益有所收窄，截至 10 月底累计跑赢约 9.77pct，目前排名各行业第三。个股来看：中国国旅、广州酒家、宋城演艺等白马龙头领涨。酒店、出境游龙头阶段表现此后受经济周期影响相对承压。具体来看，截至 10.31，中国国旅、广州酒家、宋城演艺今年以来股价涨幅分别达到 24.67%、22.42%和 14.11%，远远超过沪深 300 指数-22.84%的跌幅。在大盘整体低迷的情况下，旅游板块的优质龙头表现出了稳健的防御性。三特索道因业绩持续改善及前期估值较低，也取得了 18.22%的相对收益。

图 18: 旅游重点公司 2018.1.1-10.31 累计涨跌幅



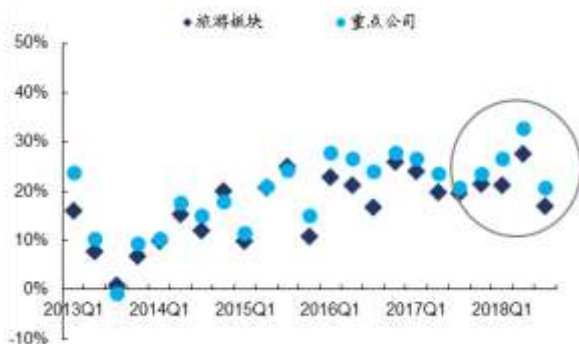
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

Q3: 消费承压下板块增速放缓，免税/演艺仍有支撑

从各季度变化来看，国信旅游板块 2018Q3 收入单季增长 17%，相比 Q2(28%) 增速相对放缓，一是受宏观经济大环境承压和去年同期旺季较高基数影响，二是泰国沉船等境外事件致出境游表现不佳等因素影响。在这种背景下，旅游板块 Q3 单季业绩同比增长 19%，相比 2018Q2 (27%) 及去年同期 (30%) 的高增速也均有明显放缓。

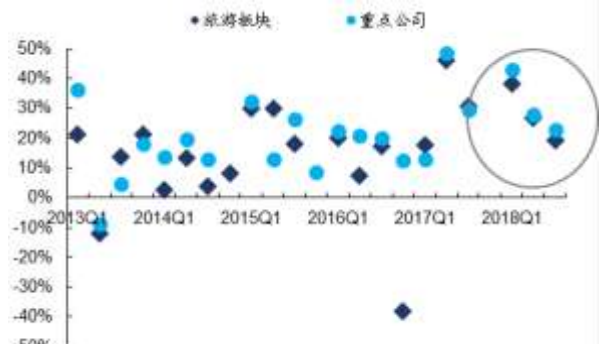
重点公司来看，中国国旅、宋城演艺受宏观经济影响相对较小，业绩仍有较强支撑，而酒店龙头首旅酒店和锦江股份以及出境游龙头众信旅游、腾邦国际等受大环境影响 Q3 业绩增速有所放缓。

图 19: 2018Q3 旅游板块和重点公司营收增速情况



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

图 20: 2018Q3 旅游板块和重点公司业绩增速情况



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

具体看旅游各子板块，在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后，从 Q3 单季营业收入增速来看，免税 (59.19%) > 餐饮 (11.64%) > 景区 (8.17%) > 酒店 (5.10%) > 演艺 (4.13%) > 出境游 (3.54%) > 综合 (-0.67%)；从 Q3

扣非业绩来看,综合(43.37%)>餐饮(35.44%)>免税(29.83%)>演艺(18.80%)>酒店(14.25%)>景区(8.69%)>出境游(1.17%)。

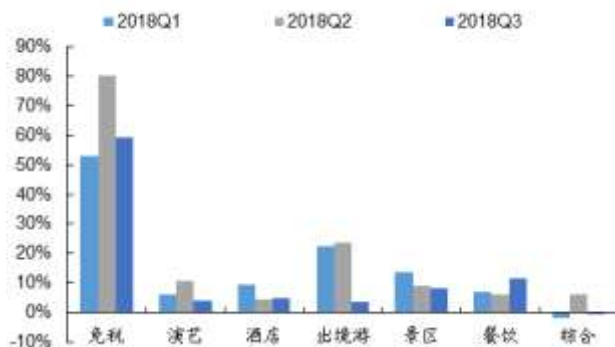
- **免税:** 中国国旅 Q3 业绩增 29.34%, 与 Q2 业绩增速 30.47% 基本持平。其中三亚免税店 Q3 收入增长 33%, 保持强势; 首都机场免税预计收入业绩 Q3 增长在 30%+, 保持良好增势; 而日上上海于 3 月并表, 进一步加速公司收入和业绩增长。
- **演艺:** 宋城演艺 Q3 业绩增 22.30%, 与 Q2 (23.14%) 基本持平。存量旅游演艺表现突出, 杭州较 Q2 预计略有提升, 三亚延续上半年良好趋势、丽江受区域整治取得成效 Q3 好转, 三亚和丽江估计 Q3 业绩均增约 30%; 九寨沟关停、桂林新开业微亏以及轻资产确认的季度差异使业绩增速与 Q2 接近; 六间房 Q3 收入相对平稳, 但业绩仍保持良好增长。
- **酒店:** 锦江股份 Q3 业绩增长 23.14%, 逊于 Q2 业绩增速 27.90%, 其中铂涛权益业绩增 71% (持股 81% 增至 93%), 受总部整体供应链整合推动; 维也纳单季业绩因费用增加略有承压。首旅酒店 Q3 业绩同增 49%, 但扣非后仅增 14%, 其中如家单季利润总额增 8.68%, 较上半年 25% 的利润增速放缓, 主要受去年高基数、宏观经济趋缓及中高端店培育期的影响, 原有传统酒店及景区业务表现稳定。
- **餐饮:** 广州酒家 Q3 单季业绩增 52%, 较上半年加速, 增长强劲, 预计一方面是因为月饼产能释放及线上线下销售渠道共同发力, 另一方面来自速冻食品等业务的持续增长。

表 1: 2018 年重点公司 Q3 财报简析

证券简称	Q1-3 收入增速	Q1-3 业绩增速	Q1-3 扣非业绩增速	Q3 收入增速	Q3 业绩增速	业绩说明
中国国旅	64%	42%	43%	59%	29%	三亚免税店收入 Q3 仍然保持较快增长; 日上上海 3 月并表, Q3 贡献增量业绩估算 1.7 亿+; 首都 T2+T3 预计 Q3 收入/业绩均增 30%+, 。香港机场估算 Q3 仍亏损 4500 万, 但 9 月预计已开始有望扭亏。传统免税收入业绩预计保持 20% 左右的稳定增长。
宋城演艺	7%	25%	20%	4%	22%	杭州本部 Q3 预计收入增 10%+, 业绩有望 20%+, 较上半年加速; 三亚增势良好, 丽江区域整治显成效, 二个项目 Q3 均业绩增 30%。不过, 九寨沟关停的轻资产确认收入季度差异+桂林新开业微亏等, 部分影响旅游演艺主业的增速。六间房收入平稳。
锦江股份	9%	23%	37%	7%	23%	Q3 境内酒店收入增 9.99%, 其中首次/持续加盟费增 21.50%/40.78%。其中铂涛 Q3 收入/业绩/权益业绩增 12%/49%/71% (持股 81% 增至 93%), 是公司业绩增长的主要驱动, 主要因为总部整体供应链整合的推动; 维也纳收入增 17%, 单季业绩因费用增长有所承压。
首旅酒店	1%	46%	22%	2%	49%	如家 Q3 收入增 2%, 与上半年趋势一致 (直营店关店影响), 而单季利润总额增 8.68% (不考虑总部利息费用节约), 较上半年 25% 的利润增速放缓, 主要由于高基数、宏观经济及 Q3 新开直营店 19 家培育期影响。同时, 景区预计高基数下平稳增长, 原有首旅酒店表现良好。
三特索道	28%	1032%	6800%	32%	31%	Q3 旺季业绩同增 30.91%, 扣非后大增 74.54% (17Q3 转让安吉、庐山东谷股权取得投资收益 1407.65 万元), 表现靓丽, 一是由于盈利景区成本相对固定下, 收入高增长带来业绩高弹性, 二是来自上市公司对费用的有效控制。
腾邦国际	60%	37%	41%	38%	30%	Q3 单季收入增长 38.36%, 较上半年 81.94% 的增速有所放缓, 考虑 Q3 有喜游并表因素, 旺季高基数, 以及宏观经济、汇率因素以及东南亚市场整体承压相关 (泰国沉船事件影响较大), 但俄罗斯航线仍然相对良好, 对公司整体收入增长形成支撑。
众信旅游	2%	15%	4%	-14%	-18%	Q3 单季, 公司营收下滑 13.65%, 主要因为: 一是宏观经济政治包括汇率等因素导致出境游整体增速有所承压; 二是 7 月初泰国普吉岛翻船事故对泰国乃至东南亚游都产生了较大影响, 加之今年以来东南亚整体运力供给上涨过快, 进一步恶化了东南亚游的竞争环境。
中青旅	16%	9%	21%	14%	-8%	Q3 单季, 乌镇客流同比-7.18%, 客单价+24%, 营收+14.79%, 不过成本费用增加下业绩+6.30%。古北水镇受天气和暑期汛情等因素影响, Q3 单季客流下滑-11.29%, 客单价+7%, 单季营收-4.66%, 但地产等推动下单季业绩预计仍有 15-20% 的良好增长。但是, 公司 IT、彩票等策略性投资业务业绩 Q3 大幅下滑, 加之山水酒店去年同期的拆迁补偿扰动, 影响了公司 Q3 业绩增长。
峨眉山 A	-1%	11%	9%	-4%	11%	预计 Q3 客流相对平稳, 酒店等略有承压所致, 且公司 9.20 开始旺季门票从 185 元降至 160 元; 公司 Q3 实现单季业绩为 9880 万元, 同比增长 11.36%, 扣非后同比增长 7.15%。整体来看, 公司 Q3 旺季经营表现平稳, 期间费用的有效控制助力单季业绩增长。
凯撒旅游 桂林旅游	11% 5%	-8% 14%	4% 19%	11% 16%	15% 23%	Q3 出境游主业预计平稳增长。 漓江游船和银子岩客流持续增长, 是 Q3 业绩增长的核心支撑。
黄山旅游	-10%	23%	-4%	-14%	30%	公司 Q3 单季收入下滑主要是由于去年 Q3 处置了玉屏房产 (去年同期仍有房地产收入而今年不再有)。从景区客流的情况来看, 结合黄山市旅游局数据, 7-8 月黄山景区客流分别增长 1.9%、7.39%, 我们预计 Q3 景区客流稳定增长, 较上半年有所好转, 对 Q3 扣非主业增长提供支撑。同时, Q3 公司处置华安证券部分股权带来投资收益 3256.41 万元, 进一步加速公司业绩提升。
丽江旅游	4%	10%	7%	0%	0%	预计索道客流仍有增长, 但其他业务相对稳定。关注后续索道降价影响 (大索道降价 1/3)。

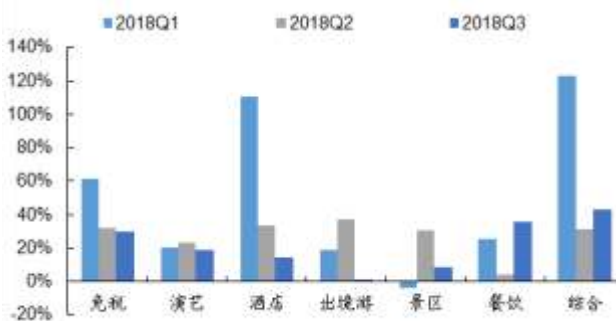
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2018Q3 免税板块营收增速最高, 为 59%



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 22: 2018Q3 餐饮、免税扣非业绩增长较快



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。

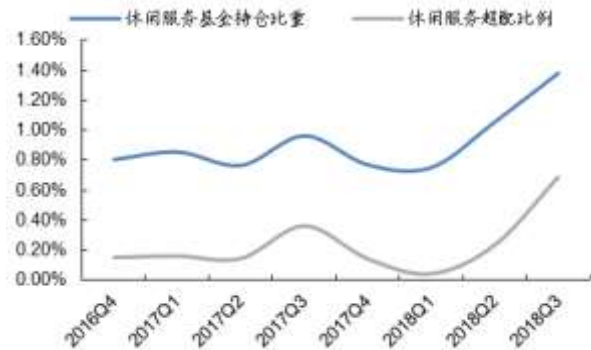
基金持仓: 重仓持股比提升, 沪股通增持国旅&宋城

基金重仓股持仓比上升, 机构为行情主要驱动力

2018 年 Q3, 社会服务板块基金重仓股持仓比例为 1.38% (行业重仓股票市值/所有重仓股市值, 此处均选取开放式主动管理型股票基金), 环比增加 0.32pct, 增持幅度在全部申万一级行业中排名第 6, 增持明显。持仓比例也处于历史较高位。

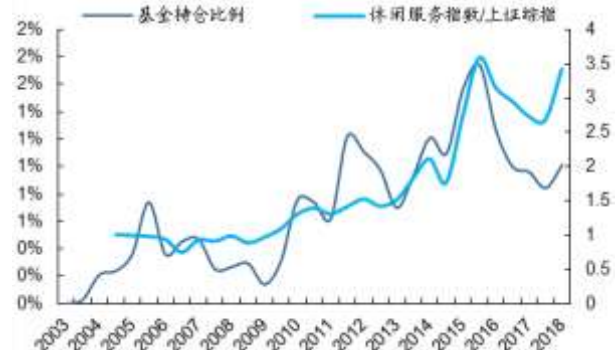
目前市场风格下, 持仓风格对个股走势影响较大, 机构已成为行情的主要驱动力。故我们接下来对板块几个龙头个股持仓情况进行分析。

图 23: 2018Q3 板块基金重仓股持仓比例为 1.38%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 休闲服务行业基金持仓比重与行业指数表现高度相关

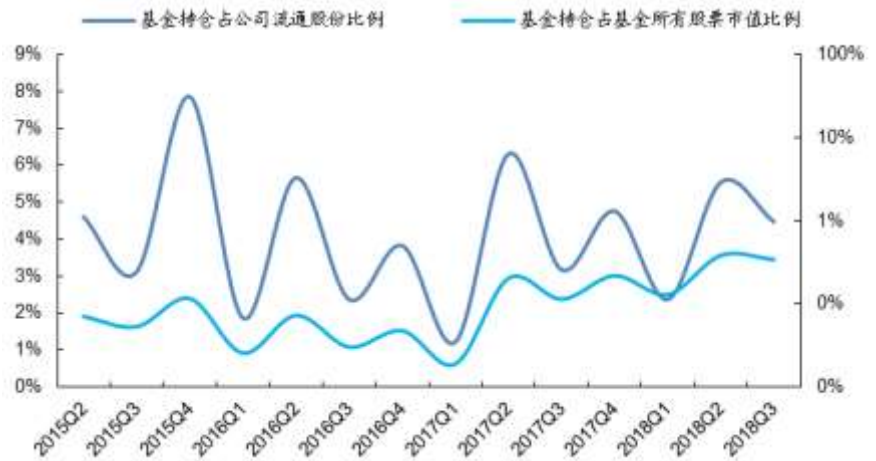


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业前五大基金重仓股略有调整, 持仓比例有所下降

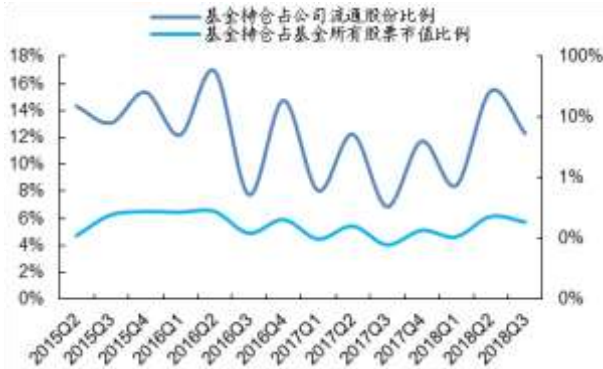
2018Q3 社会服务行业的前五大机构 (含基金、保险、信托、银行等所有机构) 重仓股分别为中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店和中青旅; 具体到基金重仓股, 分别为中国国旅、宋城演艺、中青旅、锦江股份、众信旅游 (Q2 前五大基金重仓股为中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店和中青旅)。其中持有中国国旅的基金数量为 276 个, 持仓市值为 59.35 亿元, 占公司流通股的 4.47%, 环比下降 1.07pct; 持有宋城演艺的基金数量为 107 个, 持仓市值为 32.35 亿元, 占公司流通股的 12.29%, 环比下降 3.15pct; 中青旅、锦江股份和众信旅游的基金持仓占公司流通股份比例分别为 3.35%、2.17%、6.10%, 分别环比下降 4.69pct、5.68pct 和 8.85pct。

图 25: 中国国旅基金持仓情况



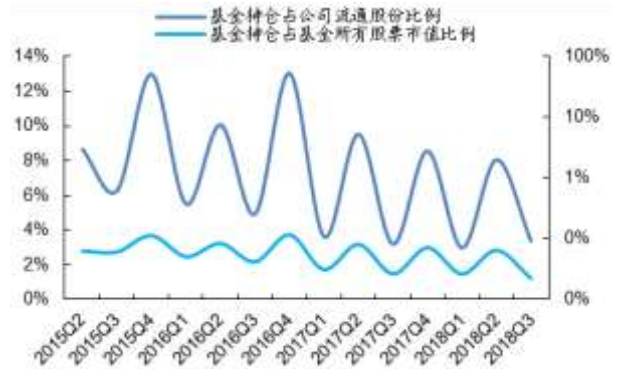
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 宋城演艺基金持仓情况



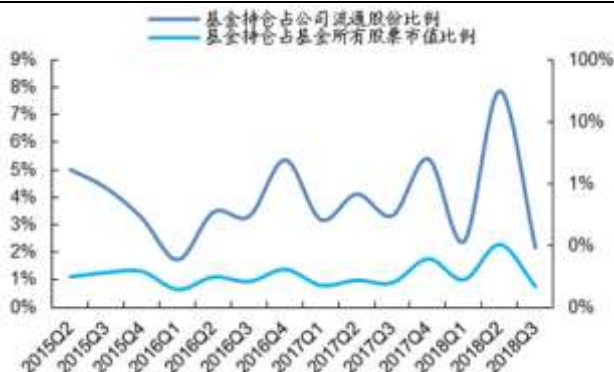
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 中青旅基金持仓情况



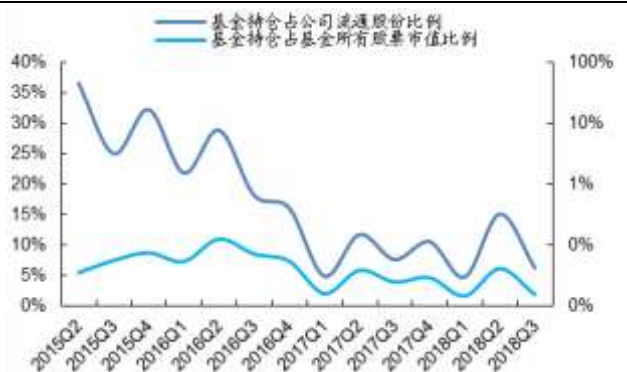
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 锦江股份基金持仓情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 众信旅游基金持仓情况

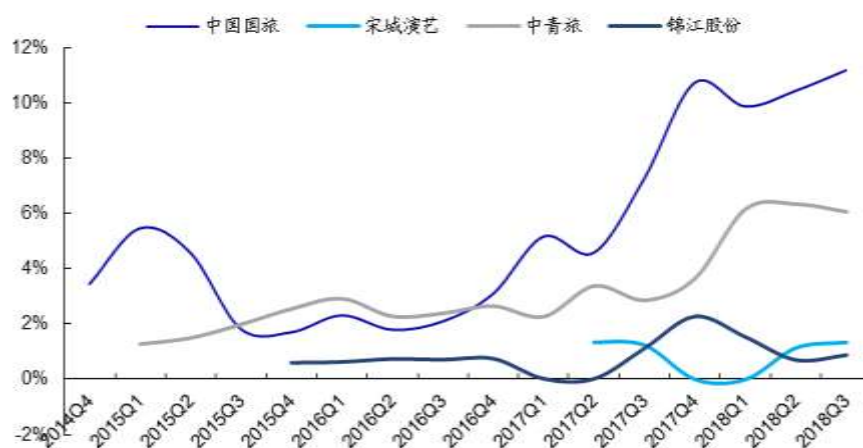


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

沪/深港通增持中国国旅, 持仓比例环比提升 0.74pct

与基金持仓情况略有不同, 2018Q3, 中国国旅的沪港通持仓占比为 **11.17%**, 远高于基金持仓的 **4.47%**, 环比增长 **0.74pct**; 宋城演艺也被深港通增持, 持仓比为 **1.34%**, 环比增长 **0.20pct**; 锦江股份沪港通持仓占比 **0.86%**, 环比增长 **0.18pct**; 中青旅的沪港通持仓比环比下滑 **0.28pct**, 为 **6.04%**。

图 30: 沪/深港通持仓变动趋势 (沪/深港通持股比例)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

维持板块中长线“超配”，择机优选龙头布局明年

维持板块“超配”评级。前三季度旅游板块营业收入同比增长 21%，净利润增长 26%，扣除非经常性收益后业绩增长 26%，高基数下健康增长。Q3 单季，旅游板块在宏观经济大环境承压、去年暑期旺季较高基数及境外泰国沉船等突发事件影响下，单季收入增长 17%，相比 Q2(28%)增速相对放缓，Q3 单季业绩同比增长 19%，相比 2018Q2 (27%) 及去年同期 (30%) 的高增速也均有放缓。但重点公司内部，免税和演艺龙头中国国旅、宋城演艺受宏观经济影响相对较小，业绩仍有较强支撑，而酒店龙头首旅酒店和锦江股份以及出境游龙头众信旅游、腾邦国际等大环境影响 Q3 业绩增速有所放缓，但整体仍然维持相对稳健增势，从而对旅游板块基本面形成一定支撑。鉴于此，我们仍维持旅游板块中线“超配”评级，其中免税、演艺等相对攻守兼备，而酒店、出境游龙头经过前期调整相关负面预期已经有所体现，未来伴随基本面企稳改善，在反弹时值得重点关注。

综合来看，四季度为常规性淡季，这种情况下，我们建议择机布局 2019 年。就中长线投资者，首先仍关注竞争格局占优/商业模式可复制，且业绩增长较确定的优质白马品种，建议调整中逐步增配中国国旅（免税龙头，国内外机场+市内免税店有望齐发力）、宋城演艺（演艺龙头，新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破）、锦江股份/首旅酒店（酒店龙头，加盟扩张支撑业绩，但短期与宏观经济走势联动）；中长期稳健亦可关注中青旅（乌镇、古北系周边亲子休闲度假的良好目的地）等；若后续市场企稳且宏观经济预期改善，可兼顾基本面业绩弹性较大的：三特索道（业绩改善，布局二三四线城市周边休闲游）、腾邦国际（出境游龙头，布局新兴目的地&始发地）、众信旅游、凯撒旅游等。综合长期前景、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况，个股重点推荐中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店、三特索道、腾邦国际、众信旅游、凯撒旅游和中青旅等。

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 18-11-05	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601888	中国国旅	买入	57.47	1.29	1.89	2.40	44.55	30.41	23.95	6.04
300144	宋城演艺	买入	22.20	0.73	0.85	1.10	30.41	26.12	20.18	3.70
600754	锦江股份	买入	24.73	0.92	1.10	1.16	26.88	22.48	21.32	2.38
600258	首旅酒店	买入	17.85	0.64	0.88	0.90	27.89	20.28	19.83	3.00
002159	三特索道	买入	19.16	0.04	0.95	0.31	479.00	20.17	61.81	3.16
300178	腾邦国际	买入	9.70	0.46	0.61	0.75	21.09	15.90	12.93	3.08
002707	众信旅游	增持	6.59	0.26	0.27	0.31	25.35	24.41	21.26	4.14
600138	中青旅	买入	13.78	0.78	0.86	0.98	17.67	16.02	14.06	2.70
000888	峨眉山 A	增持	5.91	0.37	0.39	0.38	15.97	15.15	15.55	2.57
000796	凯撒旅游	增持	6.69	0.27	0.50	0.62	24.78	13.38	10.79	5.61
000978	桂林旅游	增持	5.53	0.15	0.28	0.35	36.87	19.75	15.80	1.97
600054	黄山旅游	增持	9.84	0.55	0.56	0.44	17.89	17.57	22.36	2.58
002033	丽江旅游	增持	5.98	0.37	0.43	0.49	16.16	13.91	12.20	2.15

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