

2018年05月13日

餐饮旅游

## 免税利好政策不断，酒店景气周期延续

本周核心观点：

- 继续推荐免税龙头中国国旅：**上海或将争取更优免税政策，利好国旅。1) 根据《行动计划》，上海有望落地①市内免税店；②机场、码头免税店或可扩大规模；③离境退税商店规模有望提升，并创立离境退税示范区；④“大力减少中间环节”，“引导国际品牌合理定价”，或将促使上海机场免税店扣点率低于市场预期。中免是中国市占率最高的免税品集团，在供货渠道及运营管理方面有极大优势；以上计划如落地，中免将大概率获得运营权或有望扩大规模和降低成本，均将最为收益。2) ①18年1-4月三亚海棠湾店购买金额31.8亿元/+27.2%YOY，购买人次65.2万人次/+36.5%YOY；②海南利好政策不断落地，公司大概率将受益于购物限额提升、购物品类放宽、获批新增门店等；3) 长期看空间较大：居民消费升级+奢侈品消费回流，免税行业长期至少仍有500亿元增量空间。
- 出境游首推腾邦国际：**依托机票代理主业，沿产业链延伸，加速布局出境游产业，17年收入增速超预期，18年有望持续受益出境游行业复苏。出境游产业链哑铃型发展，上游资源端与下游平台端集中度不断提高，倒逼渠道商进行产业链延伸。由于上游资源极具稀缺性，资源争夺过程中，先发优势明显。从欧洲旅行社巨头的发展可知，“得上游资源者得天下”。腾邦起步于机票代理，积累有深厚航空资源，向下布局出境游具有天然优势，可依靠包机业务快速抢占新市场，实现先发卡位。公司18年快速落地多条航线，证明了其资源优势及管理层强大执行力，继续推荐。
- 酒店继续推荐锦江、首旅：**“周期+成长”高景气延续，当前估值优势明显。酒店板块在3月中旬以来，受大盘影响股价有所调整，主要系市场对宏观经济有所担心，叠加18Q1首旅同店的出租率有所下滑所致。我们判断，本次首旅的同店出租率下滑主要因为部分经济型成熟店升级装修，叠加收益管理策略调整所致，并非市场所担心的酒店提价周期已结束。从需求端来看，国内酒店间夜数的需求在17年以来，一直维持在较高增速水平；而从供给端来看，18年Q1国内宾馆竣工面积同比依旧下滑13.46%，住宿和餐饮固定资产投资完成额同比增速同样维持低位，中档和经济型酒店的投资回收期仍处在4~5年水平，对于非酒店加盟商的吸引力依旧不强。我们预计18全年的酒店新增供给依旧难以放量，提价仍将依旧延续，从供需关系判断本轮提价周期可至少到2020年下旬，18年酒店板块在“周期+成长”的带动下，预计龙头业绩增速可达40%，当前时点估值优势凸显。继续推荐：锦江股份、首旅酒店。
- 餐饮板块首推广州酒家：**18年Q1业绩超预期+食品产能供不应求后扩产增收+餐饮持续开店，公司业绩有望持续上行。①受益大城市生活节奏加快及收入增长，营养方便的速冻等食品需求旺盛。公司的月饼、速冻、腊味等产品销量近年来持续增长，产能利用率在16年分别达到101%/107%/110%，已供不应求。未来在募投项目、以及梅州和湘潭扩产项目带动下，食品业务产能未来3年内有望合计新增6.15万吨，产能有望增

行业周报

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	68.60 买入-A
300178	腾邦国际	18.91 买入-A
600754	锦江股份	50.10 买入-A
600258	首旅酒店	43.01 买入-A
002707	众信旅游	14.85 买入-A
600138	中青旅	28.84 买入-A
002159	三特索道	23.12 增持-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.26	-0.41	-18.58
绝对收益	2.51	1.49	-0.86

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

相关报告

价值成长齐飞 全面看好板块  
2018-03-11

当下时点，如何重新看待出境游？  
2018-03-05

免税垄断格局已定 2018-03-04

春节旅游消费数据持续强劲 细分板块  
龙头全面开花持续推荐 2018-02-26

大跌之下继续寻找基本面持续向好优质  
标的 2018-02-12

长 266%，推动收入持续增长。②受益广东餐饮市场持续扩大，公司作为粤菜的老字号酒家，在 2017 年末餐饮直营店数已增长至 17 家，近年来收入持续增长。未来在广深 4 家拟建新店的带动下，高成长有望延续。

- **休闲景区推荐中青旅、三特索道、宋城演艺：**1) 中青旅：四个层面推动自由现金流持续上行，绝对估值白马股蓄势待发。①受益乌镇会展外延以及古北跨过爬坡期持续释放业绩，双镇未来权益利润预计仍将稳步增长。②考虑到后续更多项目为管理输出，未来资本支出有望降低并增厚自由现金流。③划转光大后，公司在资金、资源、管理模式等多方位获支持，成长天花板被打开。④先后参与多个轻资产项目：濮院、九皇山、婺源等项目，更多外延布局有望推动利润增厚。2) 三特索道：存量项目成长+募投项目成熟+亏损项目剥离：盈亏平衡已过，业绩潜力可期。①存量成长：梵净山增速强劲，海南项目受益政策催化，18 年盈利项目预计利润 2.02 亿元；②募投项目成熟：募投项目大部分 17 年投运，合计测算约亏损 5085 万元，未来在项目成熟+客流增长下，有望实现盈利；③亏损项目剥离：我们测算 17 年末扭亏无望的项目合计约亏损 3200 万元，考虑到公司对该类项目剥离的决心，预计未来 3 年内有望实现出清。④定增+SPV+费用控制，公司三费有望持续下降。3) 宋城演艺：国内演艺龙头，线上线下齐发力。①线下：传统演艺支撑公司盈利，轻资产输出助力增长；②线上：相互导流、共同发展，聚焦未来热点市场。

- **一周市场回顾：**休闲服务上涨 1.00%，上证综指上涨 0.89%，创业板指下跌 0.67%，沪深 300 上涨 0.42%。板块个股涨幅前三：首旅酒店/+11.13%、腾邦国际/+8.47%、西安饮食/+7.53%；板块个股跌幅前三：\*ST 藏旅/-1.39%、国旅联合/-0.60%、云南旅游/-0.00%。

#### ➤ 行业要闻：

- 酒店：凯撒旅游与美国旅游推广局联合举办旅游产品发布会
- 景区：三亚酒店与携程正式推出超过 200 间“游游亲子房”
- 出境游：中国游客重回韩国血拼扫货：销售额猛增 80.5%
- 其他旅游：海航投资转让上海一个商住项目予福晟集团
- 教育：在线英语学习品牌“盒子鱼英语”融资金额约为 1 亿美元
- 体育：阿里获得布鲁克林篮网 49%股份

#### ➤ 公司动态：

- 广州酒家：全资子公司利口福公司拟与广东粮丰园共同设立利口福粮丰园公司，注册资本拟定 1.15 亿元（利口福占 67.0%），将用于收购广东粮丰园公司剩余资产，业绩承诺为 3 年内累计净利不低于 3500 万元。
- \*ST 藏旅：西藏旅游股份有限公司申报的酒店资产的评估值为人民币 54718.93 万元。

- **投资建议：**继续推荐中国国旅、腾邦国际、锦江股份、首旅酒店、广州酒家、中青旅、三特索道、宋城演艺

- **风险提示：**宏观经济下行风险，酒店供需改善不及预期风险，自然灾害等不可抗力风险，景区客流不及预期。

## 内容目录

<b>1. 本周市场回顾</b> .....	<b>5</b>
1.1. 行业表现.....	5
1.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数多数上涨，休闲服务板指上涨 4.45% .....	5
1.1.2. 本周估值对比：估值有所回升，但仍低于近 8 年均值水平 .....	6
1.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：首旅酒店涨幅 11.13%，教育板块罗牛山涨幅超 29.00%....	7
1.2. 资金动向.....	7
1.2.1. 个股资金跟踪：首旅酒店净买入额占休闲服务榜首，腾邦国际净买入额突出....	7
<b>2. 本周行业资讯</b> .....	<b>9</b>
2.1. 酒店：凯撒旅游与美国旅游推广局在京联合举办了“乐新鲜乐美妙”主题.....	9
2.2. 景区：三亚酒店与携程正式推出超过 200 间“游游亲子房”.....	9
2.3. 其他旅游：广州酒家拟收购广东粮丰园， .....	10
2.4. 教育：在线英语学习品牌“盒子鱼英语”融资金额约为 1 亿美元.....	11
2.5. 体育：阿里获得布鲁克林篮网 49% 股份 .....	11
<b>3. 下周重要提示</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 本周核心观点：免税利好政策不断，酒店景气周期延续</b> .....	<b>14</b>
4.1. 中国国旅：18 年一季报业绩好于市场预期，毛利率大幅提升 .....	14
4.2. 腾邦国际：估值及预期底部，高成长性出境游龙头扬帆起航.....	14
4.3. 酒店板块：“周期+成长”高景气延续，继续推荐酒店板块.....	16
4.4. 广州酒家：食品饮料双轮驱动，产能释放业绩可期 .....	22
4.5. 中青旅：战略合作婺源篁岭，产业投资扩张步伐有条不紊 .....	23
4.6. 宋城演艺：线上线下齐发力，“新宋城”再出发.....	24
4.7. 三特索道：剥离不良资产 业绩实现持续扭亏 .....	25
<b>5. 行业重点公司盈利预测及估值</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 1 位（2018/5/12） .....	5
图 2：酒店景点旅游餐饮行业涨跌差异明显（2018/5/12） .....	6
图 3：休闲服务板块相对估值图（2018/5/12） .....	6
图 4：旅游综合板块相对估值图（2018/5/12） .....	6
图 5：餐饮板块相对估值图（2018/5/12） .....	6
图 6：酒店板块相对估值图（2018/5/12） .....	6
图 7：公司营收一季度保持平稳，但盈利能力更优.....	16
图 8：公司归母净利润 18Q1 大增 116.6%.....	16
图 9：公司扣非后归母净利润增长 53.47%.....	16
图 10：公司 18Q1 的 EPS 同比增长 116%.....	16
图 11：公司轻资产加盟扩张步伐明确，加盟店数量持续增长.....	17
图 12：首旅如家的加盟店占比近年来持续增长 .....	17
图 13：首旅如家的中高端型酒店近年来数量稳步增加 .....	18
图 14：公司的中高端酒店占比近年来稳步提升 .....	18
图 15：如家的 RevPAR 连续 10 个季度连续增长.....	19
图 16：在公司收益管理策略下，18 年一季度平均房价同比增长 7%.....	19
图 17：受到 17 年 Q4 新店放量，叠加收益管理下提价幅度较大，公司 18Q1 OCC 有所下降	19
图 18：如家成熟店的 RevPAR 同比继续增长，18 年 Q1 同比继续增长 2.9%.....	20

图 19: 如家成熟店平均房价在 18 年 Q1 大增 5.3%，主要系收益管理策略的影响.....	20
图 20: 首旅如家的成熟店 18 年 Q1 出租率有所下降，预计受公司影响策略影响.....	21
图 21: 公司近年来并表如家后，酒店业务持续增长.....	21
表 1: 大盘整体上涨，休闲服务板块领涨 4.45% (2018/5/12) .....	5
表 2: 本周休闲服务板块个股龙涨虎榜 (A 股) .....	7
表 3: 本周教育板块个股龙虎榜 (跨市场) .....	7
表 4: 休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股) .....	8
表 5: 教育板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股) .....	8
表 6: 下周个股重要提示 (2018/05/13-2018/05/19) .....	13
表 7: 重点公司盈利预测及估值 (2018 年 5 月 12 日) .....	27

## 1. 本周市场回顾

### 1.1. 行业表现

#### 1.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数多数上涨，休闲服务板块上涨 4.45%

**本周各主要指数：**休闲服务上涨 4.45%，上证综指上涨 2.34%，深证成指上涨 2.00%，创业板指上涨 1.10%，沪深 300 上涨 2.60%、万得全 A 上涨 2.13%，恒生指数上涨 3.99%。

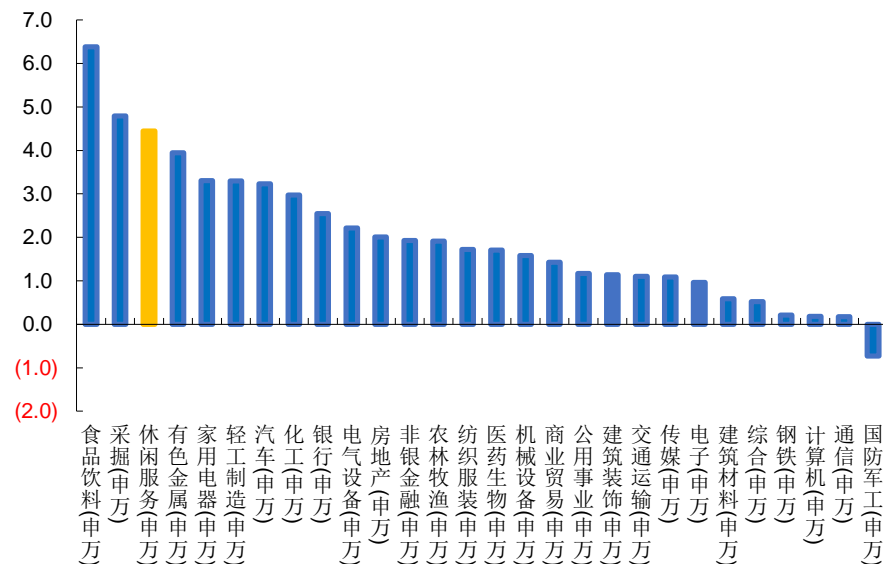
表 1：大盘整体上涨，休闲服务板块领涨 4.45% (2018/5/12)

	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	周 PE 变动 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
上证综指	2.34	8,535.17	2.56	-4.35
深证成指	2.00	12,216.52	1.96	-3.68
创业板指	1.10	4,303.18	1.01	4.69
沪深 300	2.60	5,650.94	2.74	-3.92
万得全 A	2.13	20,739.85	2.39	-4.37
休闲服务(申万)	4.45	114.57	0.23	9.31
恒生指数	3.99	4,760.33	4.10	4.02

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**本周 28 个申万一级行业：**休闲服务板块 (4.45%) 在 28 个申万一级行业中的排名第 3 位。本周涨幅最大的板块为食品饮料 (6.38%)，涨幅最小的板块为国防军工 (-0.73%)。

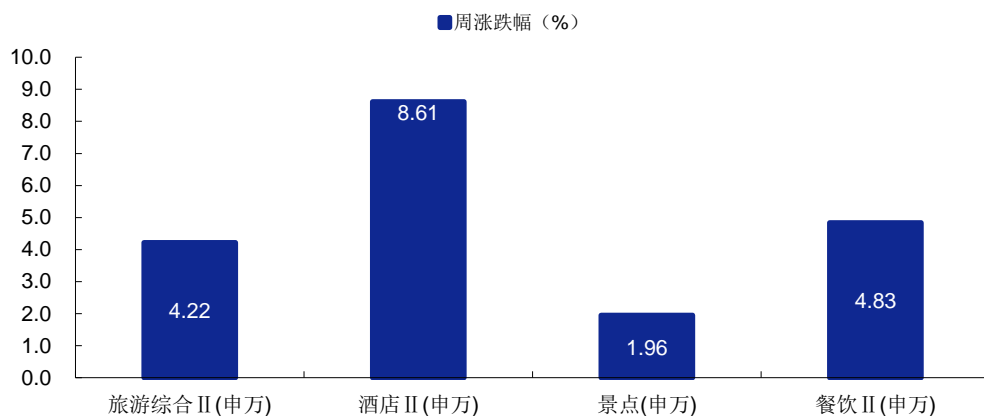
图 1：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 1 位 (2018/5/12)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**本周餐饮旅游各细分板块：**旅游综合板块上涨 4.22%，酒店板块上涨 8.61%，景点板块上涨 1.96%，餐饮板块上涨 4.83%。

图 2：酒店景点旅游餐饮行业涨跌差异明显（2018/5/12）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.1.2. 本周估值对比：估值有所回升，但仍低于近 8 年均值水平

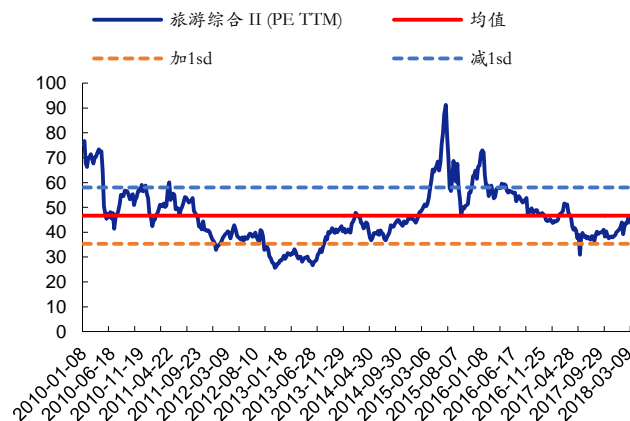
**各板块当前 PE TTM**：截止 2018 年 5 月 12 日，休闲服务板块为 37.85X，旅游综合板块为 38.66X，餐饮板块为 89.09X，酒店板块为 41.45X。目前，四个板块的估值均在近 8 年均值水平以下。

图 3：休闲服务板块相对估值图（2018/5/12）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：旅游综合板块相对估值图（2018/5/12）



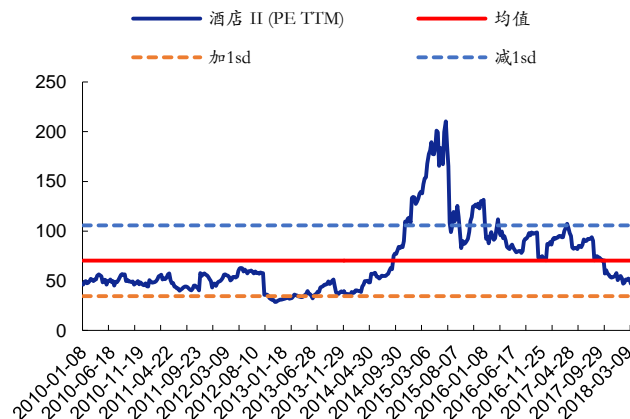
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：餐饮板块相对估值图（2018/5/12）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：酒店板块相对估值图（2018/5/12）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：首旅酒店涨幅 11.13%，教育板块罗牛山涨幅超 29.00%

**休闲服务涨幅前五：**首旅酒店 (+11.13%)、腾邦国际 (+8.47%)、西安饮食 (+7.53%)、三湘印象 (+5.38%)、华天酒店 (+1.41%)；

**休闲服务跌幅前五：**\*ST 藏旅 (-1.39%)、国旅联合 (-0.60%)、云南旅游 (-0.00%)、众信旅游 (-0.00%)、凯撒旅游 (-0.00%)。

表 2：本周休闲服务板块个股龙涨虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值(亿元)	股价(元)	周涨幅(%)
涨幅前五	600258.SH	首旅酒店	239.42	29.35	11.13
	300178.SZ	腾邦国际	100.68	16.33	8.47
	000721.SZ	西安饮食	24.95	5.00	7.53
	000863.SZ	三湘印象	67.71	4.90	5.38
	000428.SZ	华天酒店	36.68	3.60	1.41
跌幅前五	600749.SH	*ST 藏旅	25.76	11.35	-1.39
	600358.SH	国旅联合	33.38	6.61	-0.60
	002059.SZ	云南旅游	53.27	7.29	0.00
	002707.SZ	众信旅游	95.89	11.28	0.00
	000796.SZ	凯撒旅游	103.59	12.90	0.00

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**教育涨幅前五：**罗牛山 (+29.00%)、科斯伍德 (+18.86%)、方直科技 (+9.82%)、电光科技 (+8.63%)、立思辰 (+7.43%)；

**教育跌幅前五：**国脉科技 (-4.90%)、华平股份 (-3.57%)、飞利信 (-2.17%)、汇冠股份 (-1.94%)、东方时尚 (-1.34%)。

表 3：本周教育板块个股龙虎榜（跨市场）

	股票代码	股票简称	流通市值(亿元)	股价(元)	周涨幅(%)
涨幅前五	000735.SZ	罗牛山	134.73	11.70	29.00
	300192.SZ	科斯伍德	24.30	10.02	18.86
	300235.SZ	方直科技	22.15	13.20	9.82
	002730.SZ	电光科技	35.33	10.95	8.63
	300010.SZ	立思辰	127.47	14.60	7.43
跌幅前五	002093.SZ	国脉科技	93.90	9.32	-4.90
	300074.SZ	华平股份	38.16	7.03	-3.57
	300287.SZ	飞利信	135.63	9.45	-2.17
	300282.SZ	汇冠股份	41.60	16.67	-1.94
	603377.SH	东方时尚	142.00	33.81	-1.34

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.2. 资金动向

### 1.2.1. 个股资金跟踪：首旅酒店净买入额占休闲服务榜首，腾邦国际净买入额突出

**休闲服务净买入前五：**首旅酒店 (+2.24 亿元)、腾邦国际 (+0.46 亿元)、大连圣亚 (+0.41 亿元)、锦江股份 (+0.38 亿元)、西安饮食 (+0.14 亿元)；

**休闲服务净卖出前五：**中青旅 (-0.52 亿元)、岭南控股 (-0.43 亿元)、中国国旅 (-0.34 亿元)、天目湖 (-0.16 亿元)、三特索道 (-0.14 亿元)。

表 4：休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	600258.SH	首旅酒店	239.42	29.35	2.24	7.85
	300178.SZ	腾邦国际	100.68	16.33	0.46	2.85
	600593.SH	大连圣亚	28.49	30.97	0.41	1.32
	600754.SH	锦江股份	272.98	34.04	0.38	1.13
	000721.SZ	西安饮食	24.95	5.00	0.14	2.83
净卖出前五	600138.SH	中青旅	157.36	21.74	-0.52	-2.49
	000524.SZ	岭南控股	70.71	10.55	-0.43	-3.92
	601888.SH	中国国旅	1,191.21	61.01	-0.34	-0.69
	603136.SH	天目湖	28.90	36.12	-0.16	-0.45
	002159.SZ	三特索道	28.48	20.54	-0.14	-0.71

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**教育板块净买入前五：**科大讯飞 (+0.65 亿元)、新南洋 (+0.40 亿元)、科斯伍德 (+0.32 亿元)、东方时尚 (+0.20 亿元)、长方集团 (+0.17 亿元)；

**教育板块净卖出前五：**罗牛山 (-2.11 亿元)、国脉科技 (-1.33 亿元)、飞利信 (-1.05 亿元)、方直科技 (-0.92 亿元)、天舟文化 (-0.63 亿元)。

表 5：教育板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (亿元)
净买入前五	002230.SZ	科大讯飞	769.13	55.40	0.65	1.14
	600661.SH	新南洋	80.41	28.06	0.40	1.44
	300192.SZ	科斯伍德	24.30	10.02	0.32	3.60
	603377.SH	东方时尚	142.00	33.81	0.20	0.59
	300301.sz	长方集团	42.90	5.43	0.17	3.19
净卖出前五	000735.SZ	罗牛山	134.73	11.70	-2.11	-20.02
	002093.SZ	国脉科技	93.90	9.32	-1.33	-13.73
	300287.SZ	飞利信	135.63	9.45	-1.05	-11.25
	300235.SZ	方直科技	22.15	13.20	-0.92	-6.70
	300148.SZ	天舟文化	53.74	6.36	-0.63	-9.87

资料来源：Wind，安信证券研究中心



## 2. 本周行业资讯

### 2.1. 酒店：凯撒旅游与美国旅游推广局在京联合举办了“乐新鲜乐美妙”主题

#### ➤ 行业资讯：

#### Thomas Cook 销售额超过 90 亿英镑

年销售额超过 90 亿英镑的欧洲老牌旅游公司 Thomas Cook，通过使用实现流程自动化的软件，在超过 2000 万个客户中，推动了转化率的提升；(环球旅讯)

#### 城市共享住宿空间品牌「千屿 IsIs」获昆仲资本千万元 A+轮融资

城市共享住宿空间品牌「千屿 IsIs」获昆仲资本千万元 A+轮融资，本轮融资后，千屿将推进全国加盟与联营计划，开启城市合伙人合作与地推团队建设。同时，也将在装修供应链端和智能管理系统上投入更多资源与资金，提高项目整体的运营效率；(劲旅网)

#### 美高梅拟以 2.14 亿美元出售拉斯维加斯文华东方酒店

据美通社消息，美高梅国际酒店集团与 Infinity World Development Corp 下的风险投资公司 CityCenter Holdings 达成了一项最终协议，拟以约 2.14 亿美元现金出售拉斯维加斯文华东方酒店(Mandarin Oriental Las Vegas)，出售项目还包括酒店附近的零售包。该交易预计于 2018 年夏季结束。(迈点网)

#### ➤ 公司重要事项：

【凯撒旅游】凯撒旅游与美国旅游推广局在京联合举办了“乐新鲜乐美妙”主题发布会，分享了畅游美国的“7 种旅行方式+9 大特色主题”。会上还首次向外界宣布：凯撒旅游“上海-匹兹堡”直航包机项目将于 8 月 3 日正式启动，由东方航空执飞，有望打开赴美旅游的新通道；(劲旅网)

### 2.2. 景区：三亚酒店与携程正式推出超过 200 间“游游亲子房”

#### ➤ 行业资讯：

#### 三亚酒店与携程正式推出超过 200 间“游游亲子房”

三亚近百家酒店与携程进行深度合作，正式推出超过 200 间“游游亲子房”，这是由携程打造的全新亲子酒店产品，以迎合家庭旅游消费新趋势。一项针对千个家庭的调研显示，约六成受访者今年将带孩子出行 3 次，三成受访者安排 5 至 6 次出行。此前据国家统计局统计数据显示，2015 年我国 0-14 岁儿童数量约 2.42 亿人，总量庞大。亲子出游的市场依然潜力巨大。(环球旅讯)

➤ 公司重要事项:

【机票改签】民航局责令相关部门进行调查后，携程旅行网、去哪儿网、飞猪旅行网、驴妈妈旅游网、同程旅游网、艺龙旅行网和途牛旅游网互联网机票销售平台 7 日对外发声，明确执行与航空公司一致的退改签政策，并表示对平台上的产品及供应商产品进行更严格监管；

**2.3 出境游：中国游客重回韩国血拼扫货：销售额猛增 80.5%**

➤ 行业资讯:

**中国和波黑:互免签证协定 5 月 29 日将正式生效**

5 月 4 日，波黑外交部长茨尔纳达克会见陈波大使。陈波向其递交关于明确《中华人民共和国政府和波黑部长会议关于互免持普通护照人员签证的协定》生效日期的照会。双方确认，上述协定将于 2018 年 5 月 29 日正式生效。

**中国游客重回韩国血拼扫货：销售额猛增 80.5%**

中国团体游客还没有回归，但购买力强的自由行游客人数不断增长，据韩国现代百货店 5 月 7 日消息，4 月 27 日至 5 月 4 日，中国游客消费金额较去年同期增长了 80.5%，贸易中心分店更是足足激增了 174.1%；(环球旅讯)

➤ 公司重要事项：公司向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.47 元人民币

【腾邦国际】公司向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.47 元人民币（含税；扣税后，通过 QFII、RQFII 以及持有首发限售股的个人和证券投资基金每 10 股派 0.423 元，合计派发现金股利 28,975,889.77 元（含税）；

**2.3. 其他旅游：广州酒家拟收购广东粮丰园，**

➤ 行业资讯:

**途牛股价持续低迷 高管集体增持见效甚微**

途牛董事长兼首席执行官于敦德及公司高管将用个人资金总额不超过 200 万美元增持公司股票。此次途牛旅游网的高管增持，二级市场上并未出现明显反应。据数据显示，截止到美国时间 2018 年 5 月 2 日收盘后，纳斯达克上市的中概股途牛旅游网收盘价为 6.52 美元较今年 1 月份的每股 8.54 美元(公司一亿元股票回购计划刺激后)又下跌了 24%。(环球旅讯)

➤ 公司重要事项:

【海航投资】海航投资集团股份有限公司发布公告，宣布转让上海一个商住项目予福晟集团，本次交易的总对价为 29 亿元人民币。11 亿元为 100%股权的股权转让款；16.2 亿元用于偿还上海信托的借款本金。本次转让将为公司带来约 4 亿元的收益；

【广州酒家】全资子公司利口福公司拟与广东粮丰园共同设立利口福粮丰园公司，注册资本拟定 1.15 亿元（利口福占 67.0%），将用于收购广东粮丰园公司剩余资产，业绩承诺为 3 年内累计净利不低于 3500 万元。

## 2.4. 教育：在线英语学习品牌“盒子鱼英语”融资金额约为 1 亿美元

### ➤ 行业资讯

#### 四川省高考取消了特长生等高考加分项目

距离 2018 年高考还有 29 天。昨日，四川省高等教育招生考试委员会、省教育厅公布了《四川省 2018 年普通高校招生实施规定》。与去年相比，今年最大的变化是，进一步规范了高考加分项目，取消了特长生等高考加分项目。（芥末堆）

#### 北京将 2020 年重点建设 10 所一流职校

北京将扩大职教贯通培养规模，东西城原则不办职业教育东、西城区不办职业教育，2020 年重点建设 10 所一流职校，扩大贯通培养规模，支持院校向企业购买教学服务，建立职校教师与企业人才双向聘用机制；（芥末堆）

#### 在线英语学习品牌融资金额约为 1 亿美元

在线英语学习品牌“盒子鱼英语”完成 C 轮融资，融资金额约为 1 亿美元，投资方包括美国保险巨头史带集团（STARR）和新东方；

### ➤ 公司重要事项：

#### 完成 1.3 亿元 B 轮融资，线下编程培训机构小码王的扩张之路

少儿编程品牌小码王宣布完成 1.3 亿元 B 轮融资，由微光创投、钟鼎创资领投，涌铎资本跟投。据悉，本轮融资将主要用于课程研发、教学流程把控，以及线上平台推出。此前，小码王曾获得数千万元 A 轮融资，投资方为涌铎投资；（芥末堆）

## 2.5. 体育：阿里获得布鲁克林篮网 49% 股份

### ➤ 行业资讯：

#### 一站式骑行运动平台骑加获合壹资本 400 万天使轮融资

一站式骑行运动平台骑加获合壹资本 400 万天使轮融资，融资主要用于城市拓展及运营。骑加计划出让 10% 股份融资 800 万人民币，融资主要用于产品研发与迭代、市场运营推广等方面。（体育大生意）

#### 阿里支付 11.5 亿美元获得布鲁克林篮网 49% 股份

阿里巴巴集团董事局执行副主席、联合创始人蔡崇信支付 11.5 亿美元获得布鲁克林篮网 49% 股份；(体育大生意)

➤ **公司重要事项:**

【三湘印象】三湘印象股份有限公司本次回购注销的限制性股票数量为 1048.15 股，占目前公司总股本 138175.26 万股的 0.76%。本次回购注销完成后，公司注册资本将由人民币 138175.26 万元变更为 137127.11 万元，公司股份总数将由 138175.26 万股变更为 137127.11 股。公司减少资本后的注册资本不低于法定的最低限额；

【金陵饭店】金陵饭店股份有限公司 2017 年年度权益分派本次利润分配以方案实施前的公司总股本 30000 万股为基数，每股派发现金红利 0.24 元（含税），共计派发现金红利 7200 元；

【\*ST 藏旅】西藏旅游股份有限公司申报的酒店资产的评估值为人民币 54718.93 万元；

【开元股份】上海荣正投资咨询股份有限公司关于长沙开元仪器股份有限公司 2018 年限制性股票激励计划，激励对象共计 272 人。拟授予的限制性股票数量不超过 644 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 33,961.9692 万股的 1.90%。

【大东海 A】海南大东海旅游中心股份有限公司于 2018 年 5 月 11 日以自有资金出资设立全资子公司“海南文高旅游资源开发有限公司”注册资本为人民币 100 万元，主要是为了拓展公司的经营业务；

### 3. 下周重要提示

表 6: 下周个股重要提示 (2018/05/13-2018/05/19)

板块	股票代码	股票简称	日期	类型
旅游	603199	九华旅游	05/08	股东大会召开
旅游	002059	云南旅游	05/08	停牌
旅游	300144	宋城演艺	05/08	分红股权登记
旅游	603099	长白山	05/09	股东大会召开
旅游	000863	三湘印象	05/10	股权质押公告
旅游	000430	张家界	05/10	股东大会召开
酒店	601007	金陵饭店	05/18	分红股权登记
酒店	000428	华天酒店	05/18	股东大会召开
酒店	000524	岭南控股	05/18	股东大会召开
酒店	601007	金陵饭店	05/18	分红除权
旅游	300010	众信旅游	05/17	年报预计披露
旅游	000796	凯撒旅游	05/18	股东大会召开
餐饮	603043	广州酒家	05/15	股东大会召开

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 4. 本周核心观点：免税利好政策不断，酒店景气周期延续

### 4.1. 中国国旅：18 年一季报业绩好于市场预期，毛利率大幅提升

**业绩简述：**①2017 年实现营收 282.82 亿元/+26.32%，归母净利 25.31/+39.96%，归母扣非净利 24.60 亿元/+39.96%；EPS1.2962/+39.96%；每 10 股派发现金红利 5.20 元；②2018Q1 实现营收 88.49 亿元/+53.07%，归母净利 11.60 亿元/+61.48%，归母净利 11.57 亿元/+61.27%；基本 EPS0.5940/+61.45%。

**17 年业绩落地，毛利率小幅下降系并表北京机场所致：**①商品销售业务营收 156.20 亿元/+66.55%，毛利率 44.57%/-0.45pct，其中免税商品销售业务营收 148.61 亿元/+69.25%，毛利率 45.72%/-0.87pct；有税商品销售业务营收 7.59 亿元/+26.89%，毛利率 22.07%/+0.12pct。三亚海棠湾实现营收 60.84 亿元/+ 29.31%，其中免税收入 58.67 亿元/+28.04%；全年接待顾客 551 万人次/+22.17%，购物人数 131 万人次/+35.05%，免税客单价 4479 元。免税业务毛利下降主要系新并表北京机场所致（北京机场批发加价模式导致其毛利率低于中免），北京机场于 17 年 4 月 1 日并表，实现收入 43.11 亿元。②旅游服务业务实现营业收入 122.78 亿元/-2.98%，毛利率为 9.60%/+0.67pct。其中入境游业务实现营业收入 6.68 亿元/+8.48%，毛利率为 13.74%/-2.94pct；出境游业务实现营业收入 64.60 亿元/-3.37%，毛利率为 5.02%/-0.88pct；国内游业务实现营业收入 32.56 亿元/-5.57%，毛利率为 6.21%/-0.54pct；境外签证业务实现营业收入 9.85 亿元，同比增长 14.03%，毛利率为 23.51%/+1.41 个百分点；票务代理实现营收 5.54 亿元/-33.89%，毛利率 49.87%/+31.44%。

**18Q1 营收高速增长，议价能力提升+收购日上供货渠道优化+人民币升值大幅提升毛利率：**

①新增并表首都、香港机场、三亚免税店营收高速增长毛利率大幅提升，公司营收业绩实现快速增长；②毛利率 39.5%，大幅提升 9.3pct，主要系规模扩大议价能力提升、收购日上供货渠道优化、人民币升值；三费同增 8.3pct，主要系销售费用率提升幅度较低，为 9.6pct，首都机场免税店、香港机场免税店销售费用较高；③2018Q1 在未并表日上上海的情况下，营收实现 60%以上增速，好于市场预期。

**不断释放利好政策，市内免税有望打开新的增长空间，免税毛利仍有望进一步提升：**①习总书记于 4 月 13 日宣布将“实施更加开放便利的免税离岛购物政策”、“提高免税购物限额”，未来公司大概率将持续受益于购物限额提升、购物品类放宽、获批新增门店等；②市内免税政策有望逐步放开，打开新的增长空间；③五部门印发《口岸进境免税店管理暂行办法》补充规定，强调合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，规定了租金和销售提成上限，并提出避免片面追求“价高者得”，上海机场扣点率有望低于市场预期；④公司规模快速提升，18 年有望跻身世界免税前三（截止 2016 年底世界第三大免税品销售集团为 DFS Group，年销售额约 293 亿元），议价能力提升、供货渠道优化，管理层锐意进取降低进货成本，毛利率仍有较大提升空间。

**投资建议：**预计 2018-2020 年净利 39.8/46.4/52.2 亿元，对应 EPS 为 2.04/2.37/2.68；给予 2018 年 PEx34，对应 6 个月目标价 69.36 元。

**风险提示：**宏观经济增速明显下行风险；免税政策红利低于预期；机场免税店业绩改善速度低于预期等。

### 4.2. 腾邦国际：估值及预期底部，高成长性出境游龙头扬帆起航

**预期差一：**市场认为票代行业渠道价值降低，市场空间萎缩。与市场预期不同，我们认为“提

直降代”后票代行业集中度提升，公司作为行业龙头议价能力提升，并持续布局国际航线，不断获得增量利润空间。①2015年机票商旅净利率从25.08%（2014年）骤降至约3.09%，说明2015年“提直降代”政策机票代理业务影响巨大，但2016年机票商旅板块净利率即开始回升，体现了公司业务调整已现成效；②国际航线盈利模式与国内航线不同，利润来源于航空公司支付的“先佣后返”以及向消费者收取的服务费，利润空间可观，规模增长迅速，公司作为行业龙头有较大获利空间；③包机业务系航空公司分散风险刚需，包机业务市场不会萎缩，市场集中度提高后公司议价能力提升成本降低。

**预期差二：市场没有充分认识到公司旅游业务的飞速发展。公司基于深厚的行业经验和领先优势，与100多家海内外航空公司建立了战略合作伙伴关系，拥有丰富的国际、国内机票资源，公司以机票为流量入口，稳扎稳打，深耕出境目的地资源，成为出境游龙头之一。**①2017年机票商旅业务增速约234%，剔除2017年内并购捷达旅游的影响，内生业务收入增速约179%；②消费升级驱动短途游、度假游崛起，东南亚目的地有较大成长空间，公司开辟东南亚包机航线，深度布局“5H飞行圈”，享东南亚出境游高增长红利；③俄罗斯出境游高速发展，2018年在世界杯带动下，有望迎来进一步增长，公司在2016年年报中称，以布局俄罗斯数条包机航线，并且开拓对应目的地资源，公司的该项战略进一步推动了公司的收入增长；④根据公告，公司收购捷达假期（预计2017年4月并表），参股喜游国旅（持股37%），加速布局香港、泰国、越南等东南亚市场，有望受益2017年下半年赴港游复苏，赴泰国、越南出境游人次持续高速增长；⑤公司控股子公司腾邦旅游集团实施万店计划，以“自营+加盟”方式迅速开拓零售端市场，2017年7月公司已完成定增，募投计划拟新设20家以上运营服务中心，最终形成东北、华北、西北、华中、华东、西南、华南七大片区的线下服务网络，覆盖全国近40个城市，目前公司以完成近1/3门店计划，战略正在有力推行，出境业务占比有望继续提升。

**预期差三：TMC行业增长迅速，公司深耕多年将受益行业成长、集中度提高；小贷业务稳健发展，多方向探索腾付通、征信、保险经纪等金融业务，构建旅游-金融资金链闭环。**①我国目前商旅管理市场发展处于快速上升期，根据艾瑞咨询的预测，到2020年，国内中小企业商旅支出规模将超过546.4亿元；②目前我国中小企业商旅管理市场CR4为9.8%，较法国（71%）、德国（67%）和英国（61%）市场水平有较大提升空间；③公司在中小企业商旅管理市场居领先地位，行业成长、集中度提升将进一步利好公司TMC业务发展；④小贷业务稳健发展，不断提高贷款上限；第三方支付牌照收紧，腾付通优势凸显；进一步探索征信、保险经纪业务，打造旅游-金融资金链闭环。

**大股东及高管持续增持+员工持股股价与当前股价倒挂，定增价格12.98元，利益充分绑定彰显对公司发展信心，具有较高安全边际。**①公司大股东钟百胜先生数次增持公司股票，截止2017/1/16，钟百胜先生前12个月内增持公司股份达到2%，增持均价为17.08元；②2018/2/12，公司发布公告称自2018年2月10日起12个月内，公司董事兼总经理乔海先生、副总经理兼财务总监顾勇先生、副总经理李伟斌先生、副总经理兼董事会秘书叶昌林先生拟增持公司股份，且在增持期间及在增持完成后6个月内不减持所持公司股份；③公司2017年7月发行完成约8.0亿元规模定增，大股东钟百胜先生出资1.6亿元认购约20%份额，定增价格为12.87元，仅略低于当前股价；④根据公司2017/10/9公告，截至2017年9月28日，公司2017年员工持股计划通过二级市场购买的方式完成了股票的购买，购买公司股票9,175,312股，占公司总股本的比例为1.48%，买入均价为15.85元/股，锁定期为12个月。

**投资建议：估值处于历史低位，且远低于同类出境游公司估值水平；Wind最新机构持仓比例仅1.13%（历史最低），处于预期底部。**①公司滚动PE<sub>30.7</sub>，远低于社会服务板块滚动

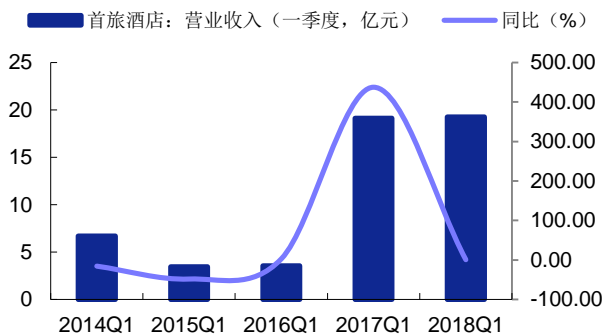
PEx42.0；对标出境游行业公司众信旅游滚动 PEx48.4，公司远低于众信旅游估值水平；回顾公司历史估值情况，2014 年至今，公司历史滚动 PE 最低点为 28.47，公司目前估值已处于历史低位。②预计 2017/2018/2019 年归母净利润 2.84/3.77/4.96 亿元，EPS 为 0.49/0.61/0.81 元/股；考虑到市场风格切换，成长股估值中枢上调，依据行业平均估值水平，给予 2018 年 PEx30.13，6 个月目标价 18.91 元。

风险提示：宏观经济增速明显下行风险；长期股权投资出现亏损；出境游增速不及预期；公司业务整合不及预期等。

#### 4.3. 酒店板块：“周期+成长”高景气延续，继续推荐酒店板块

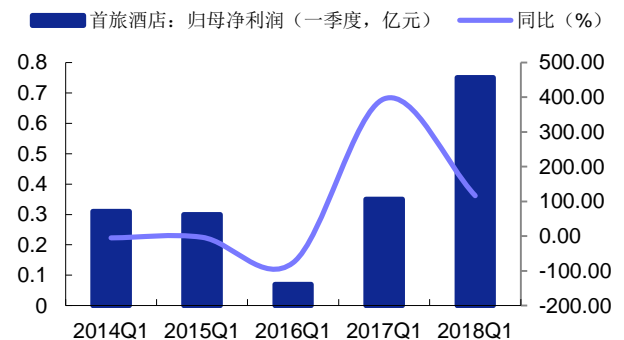
事件：首旅酒店发布 18 年一季报数据，实现营收 19.24 亿元/+0.62%；归母净利润 0.75 亿元/+116.56%；扣非后归母净利润 0.58 亿元/+53.47%；EPS 0.0924 元/+116.39%。

图 7：公司营收一季度保持平稳，但盈利能力更优



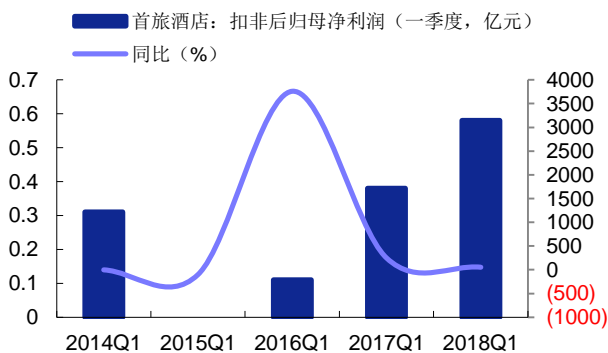
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司归母净利润 18Q1 大增 116.6%



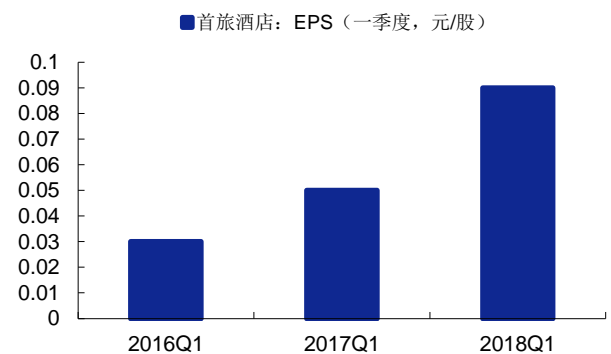
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：公司扣非后归母净利润增长 53.47%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：公司 18Q1 的 EPS 同比增长 116%



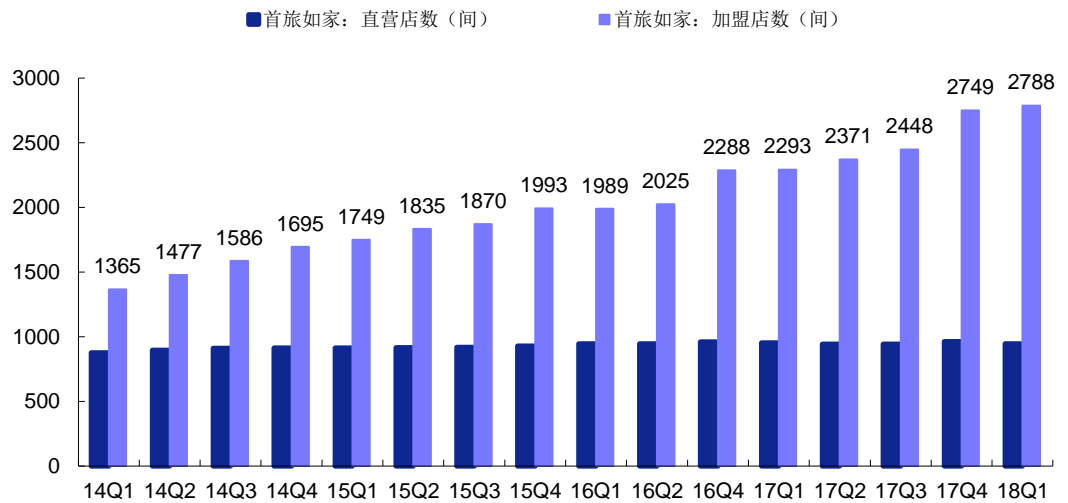
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

18 年 Q1 轻资产加盟扩张步伐同比加快，中高端占比稳步提升。

①轻资产加盟扩张提速：截止 3 月末，公司的加盟店总数增至 2788 家，占酒店总数比例约 74.68%，相比 17 年末继续提高了 0.62 个百分点。在 18 年 Q1 期间，公司新开店的 84 家中，直营店 3 家，特许加盟店 81 家。考虑到公司 17 年 Q1 期间加盟店开店数为 33 家，公司今年一季度的加盟扩张步伐同比加快。

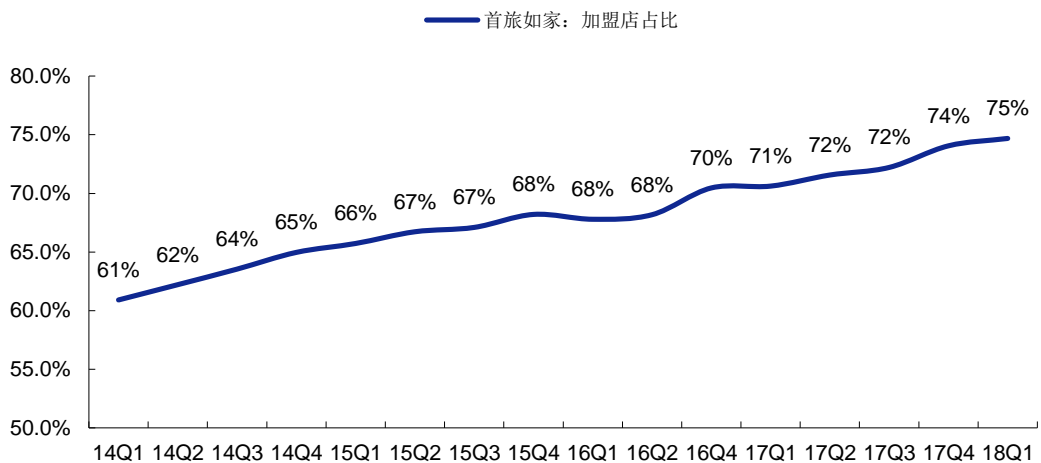


图 11：公司轻资产加盟扩张步伐明确，加盟店数量持续增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

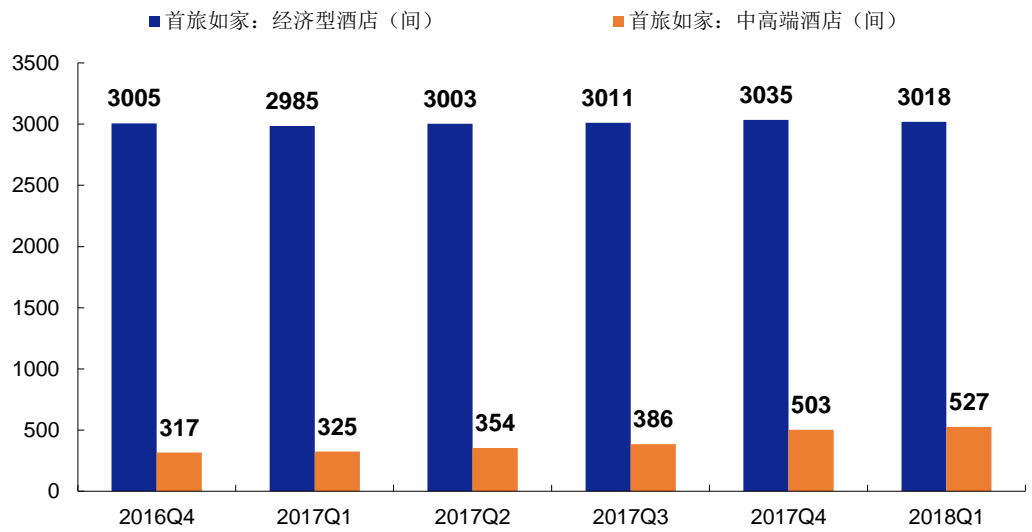
图 12：首旅如家的加盟店占比近年来持续增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

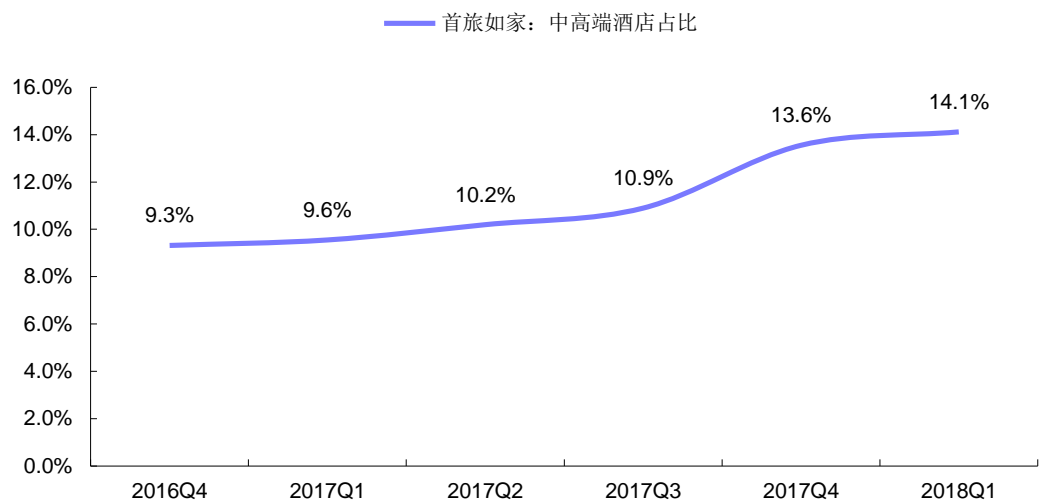
②中高端占比持续提升：公司在 18 年 Q1 期间新开经济型酒店 30 家；中高端酒店 29 家；管理输出酒店 25 家，中高端酒店的占比提升至 14.12%，相比 17 年末继续提高了 0.57 个百分点。截止 18 年一季度末，公司的已签约未开业和正在签约店增至 545 家，相比 17 年末的 488 家继续增多 57 家，为 18 年新开 450 家店的经营目标打下良好基础。

图 13: 首旅如家的中高端型酒店近年来数量稳步增加



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14: 公司的中高端酒店占比近年来稳步提升

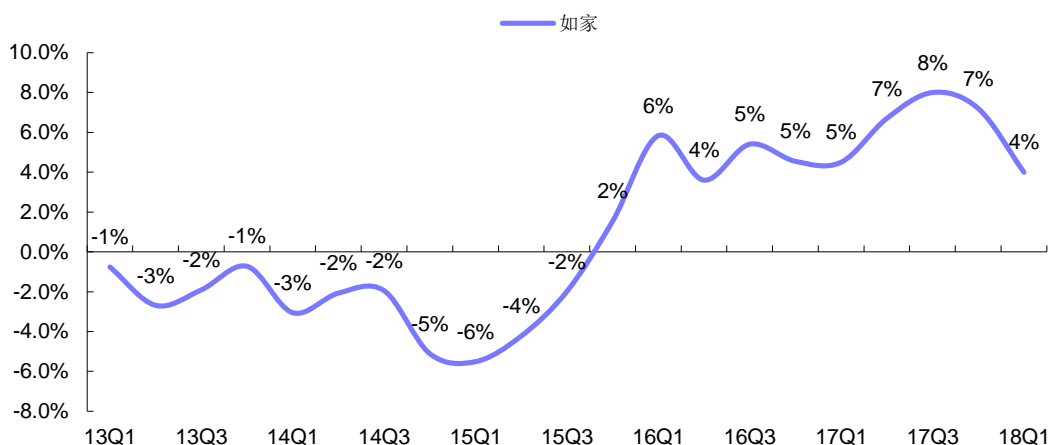


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

酒店收益管理持续推进，如家 18 年一季度整体 RevPAR 继续增长 4.0%。公司在 18 年的核心经营目标为通过收益管理，让平均房价提升来推动 RevPAR 的最大化。

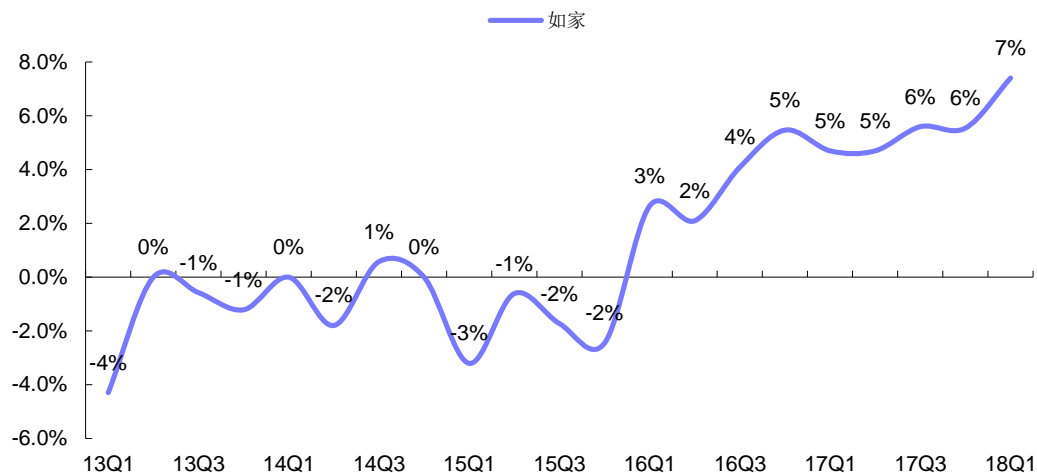
①如家整体：RevPAR 在 18 年 Q1 实现 138 元/+4.0%，平均房价+7.3%，出租率-2.5 pct；其中，经济型 RevPAR 129 元/+2.2%，平均房价+4.7%，出租率-2.0 pct；中高端型 RevPAR 209 元/-6.7%，平均房价-2.5%，出租率-3.1 pct，预计主要由于 17 年 Q4 中高端新店放量，使得 18Q1 新店的占比提升所致。

图 15: 如家的 RevPAR 连续 10 个季度连续增长



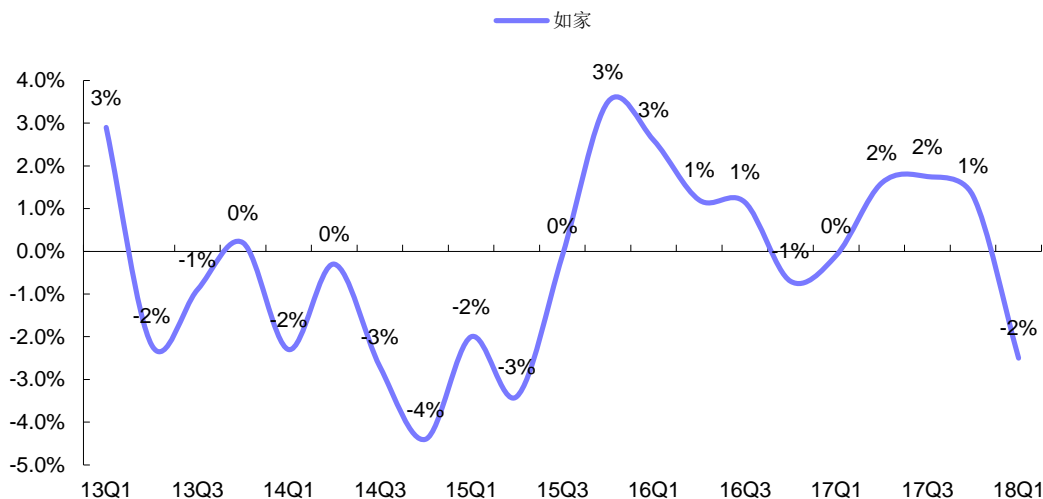
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 在公司收益管理策略下, 18 年一季度平均房价同比增长 7%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

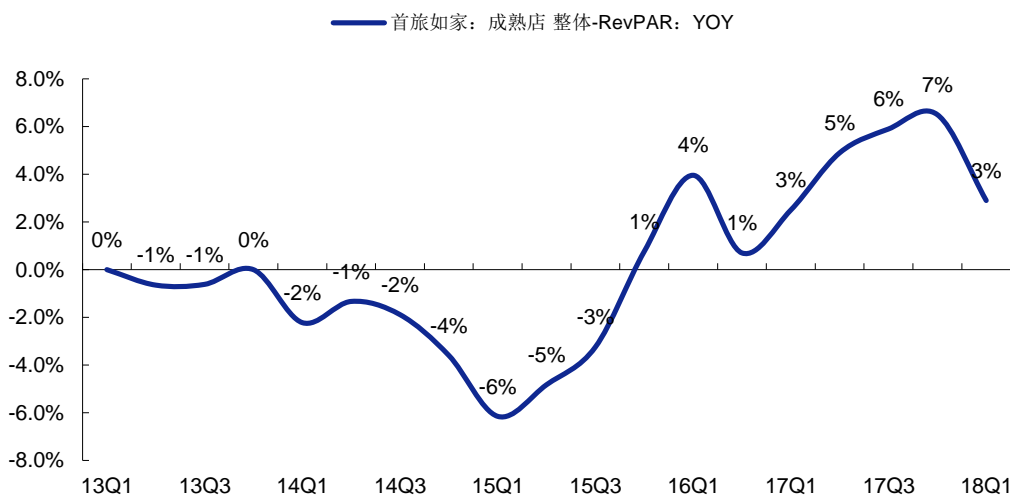
图 17: 受到 17 年 Q4 新店放量, 叠加收益管理下提价幅度较大, 公司 18Q1 OCC 有所下降



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

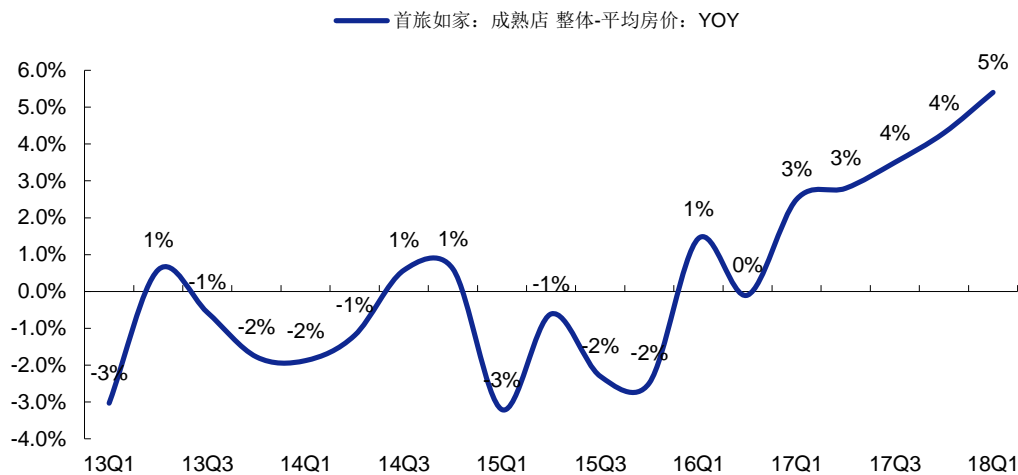
②如家成熟店：RevPAR 在 18Q1 实现 137 元/+2.9%，平均房价+5.4%，出租率-2.0 pct，下滑预计主要由于收益管理下的客房提价所致；其中，经济型 RevPAR 130 元/+2.6%，平均房价+5.3%，出租率-2.1 pct；中高端 RevPAR 253 元/+4.3%，平均房价+4.2%，出租率+0.1 pct。

图 18：如家成熟店的 RevPAR 同比持续增长，18 年 Q1 同比持续增长 2.9%



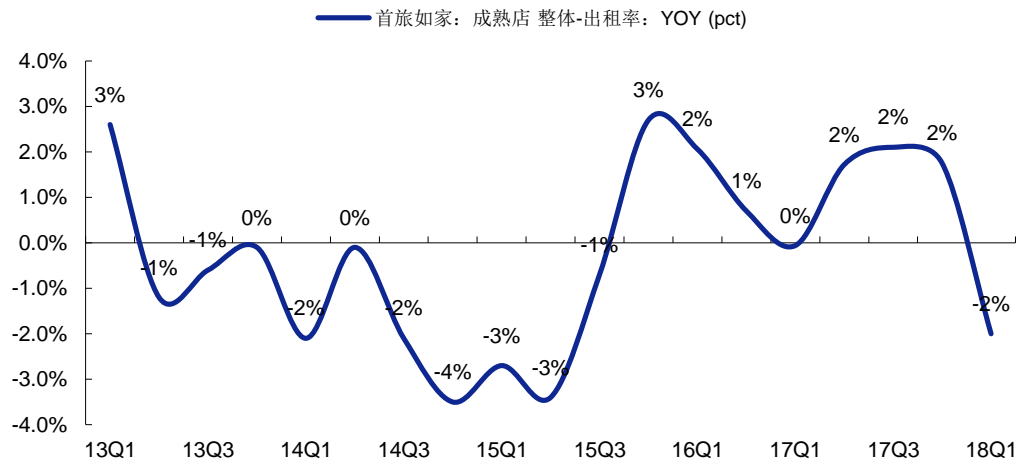
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：如家成熟店平均房价在 18 年 Q1 大增 5.3%，主要系收益管理策略的影响



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20: 首旅如家的成熟店 18 年 Q1 出租率有所下降, 预计受公司影响策略影响

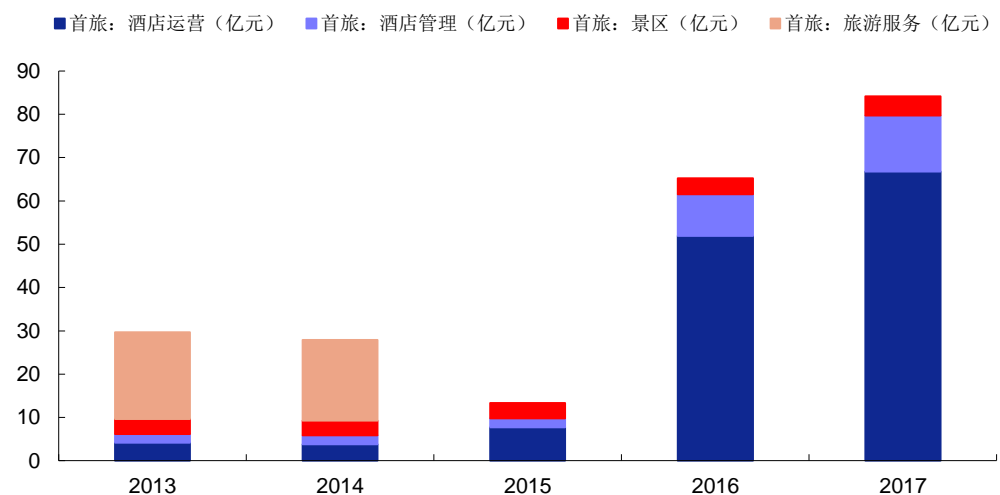


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

③首旅存量酒店: RevPAR 209 元/-0.9%, 平均房价-1.4%, 出租率+0.3 pct; 其中, 经济型 RevPAR 100 元/+3.6%, 平均房价+4.3%, 出租率-0.5 pct; 中高端型 RevPAR 237 元/+0.1%, 平均房价+0.1%, 出租率+0.0 pct。如家酒店整体及首旅存量的经济型 18 年一季度 RevPAR 均实现持续增长, 基本符合预期。

分板块来看, 如家利润大增, 推动公司 18 年 Q1 的酒店业务利润+245.82%, 景区业务继续稳健增长。①公司在 18 年一季度的酒店业务实现收入 15.55 亿元/+0.36%, 实现利润总额 6,609 万元/+245.82%, 主要由于如家酒店集团实现利润总额 10676 万元, 同比增长 47.57% 所致。②公司的景区运营业务 18 年 Q1 实现营收 1.63 亿元/+0.32%; 实现利润总额 8927 万元, 比上年同期增加 597 万元, 增长 7.17%, 继续稳健增长。

图 21: 公司近年来并表如家后, 酒店业务持续增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

营收保持不变主要为产品结构调整所致, 调整后盈利能力有望更优。公司在 18 年一季度的营收增速约 0.62% (如家的收入增速约 0.36%), 同比基本保持稳定, 我们预计主要是产品结构优化+门店改造数量同比增多所致。在 18 年一季度末, 公司的酒店总家数增至 3733 家,

相比 17 年 Q1 净增加了 330 家 (加盟店净增 368 家), 但由于 17 年间公司关闭了部分盈利能力较弱的经济型直营店, 使其整体数量在 18 年 Q1 将至 779 家, 同比净减少 70 家, 并叠加 18 年 Q1 直营店的停运改造数量预计同比增多, 两个大因素叠加使得加盟业务带来的收入增量被基本打平。考虑到公司 18 年一季度收入中盈利能力较强的加盟收入占比提升, 部分亏损的直营店被关店, 公司虽然收入在 18 年 Q1 保持不变, 但从产品结构来看盈利能力更优, 叠加 18 年一季度升级改造的门店数预计同比增加, 且开业后有望释放更多利润, 继续坚定看好公司的未来发展。

调整口径后的销售费用率同比下降显著, 一季度财务费用继续减少。①公司在 2017 年 8 月 29 日发布公告, 将 2017 年一季度原列示为管理费用的部分折旧及摊销费用重分类至销售费用, 调整后的公司 18 年 Q1 销售费用率为 71.00%/-1.30pct, 管理费用率 13.20%/+0.45%, 两个合计后同比降低了 0.85 pct。②公司 18 年 Q1 的财务费用率下降至 2.29%/-0.69%, 降幅显著, 主要由于公司通过良好的资金管理节约了财务费用, 使得比上年同期减少了 1272 万元所致。③公司 18 年 Q1 的非经常性损益为 1738 万元, 上年同期为 -298 万元, 同比增加了 2037 万元, 主要由于如家比去年同期较早收到政府补助及公司出售首汽股份 10% 股权等因素影响, 使得非经常性损益同比增多了 2648 万元所致。此外, 公司在 18 年一季度的投资收益同比减亏 840 万元。综上多个方面, 公司实现了扣非后归母净利润 5800 万元, 同比增长了 53.47%。

高直营占比享更多提价红利, 叠加 18 年加盟店扩张拟加速, 公司 18 年业绩有望继续高增长。

1) 受益酒店景气周期, 公司更高的直营店收入占比有望受益更多提价红利, 释放高弹性业绩。2) 在轻资产扩张方面, 公司在 17 年新开加盟店数达 472 家, 超额完成公司的开店计划, 彰显公司的品牌和管理输出实力。公司 18 年一季度末的储备加盟店数达 545 家, 且开店计划目标 450 家, 继续看好公司的轻资产加盟业务增量。3) 高管持股与公司利益绑定, 激励机制良好强化发展动力。

投资建议: 买入-A 投资评级。预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 8.8 亿元/11.44 亿元/14.27 亿元, 增速分别为 39.8%/29.7%/24.7%, EPS 分别为 1.08/1.40/1.75 元/股, 对应 PE 分别为 27x/21x/17x, 给予 6 个月目标价 36.25 元。

风险提示: 宏观经济增速明显下行、酒店业供需关系改善不及预期、中端酒店加盟店开展进度不及预期、国内游需求不达预期。

#### 4.4. 广州酒家: 食品餐饮双轮驱动, 产能释放业绩可期

广州唯一国有控股餐饮上市企业, 近年来业绩稳步向上。①公司是一家 80 多年历史的“中华老字号”企业, 素有“食在广州第一家”之美誉, 主业包括月饼、速冻食品, 以及粤菜餐饮两大业务。公司于 2017 年 6 月上市, 控股股东为广东国资委, 持股 67.70%, 为其旗下唯一一家餐饮上市企业。②食品餐饮稳步发展, 18Q1 业绩亮眼: 公司 17 年营收 21.89 亿元/+13.08%, 其中食品业务营收 15.95 亿元/+11.42%, 占据总营收 72.86%; 餐饮业务实现营收 5.59 亿元/+20.78%, 成长快速; 归母净利润 3.40 亿元/+27.62%, 主要由收入增长+税率下降推动, 实现业绩持续增长。18Q1 公司营收 4.45 亿元/+15.47%, 受益成本和费用控制, 叠加税率优惠, 18Q1 归母净利润 0.39 亿元/+43.70%, 发展势头强劲。

食品创规模: 募投+梅州+湘潭项目推动产能快速扩大, 全渠道销售布局保障收入持续稳增。

①扩产项目推动产能释放, 未来 3 年产能预计增长 266%: 在 2016 年期间, 公司月饼、速冻、腊味产品的产能利用率进一步提升, 分别达到了 101%/107%/110%, 产量已供不应求。

为扩大产能，公司先后募投建设了 2.78 亿元的生产基地扩建项目、以及在 18 Q1 签署的梅州和湘潭两个 4.5 亿元食品扩产项目，主要产品包括月饼、速冻、烘焙等产品。受益三大项目推动，公司食品业务的产能未来 3 年内有望合计新增 6.15 万吨，相比 2016 年 2.31 万吨将增长 266%，推动食品业务的产量持续增长，解决发展瓶颈。根据公告，公司近期拟收购广东粮丰园，有望弥补短期产能缺口，持续深耕广东省内市场。②全渠道销售网络扩建，保障省内省外销量双增长：在 2016 年，公司的直销渠道占食品业务总销售额的 44.7%，为第一大销售渠道。公司现有约 170 家饼屋直营店门店，为线下直销的核心。在募投项目的推动下，未来 3 年预计新增 230 家直营店，数量上将增长 135.3%，进一步强化直销渠道优势，保障销量的稳步增长。线上方面，公司的募投资金中 0.95 亿元将用于电子商务平台扩建项目，并与公司拟在广州、深圳、武汉、上海、北京和成都等核心城市建立的分拣配送仓库形成完整营销体系，实现全国核心都市的营销网络布局，推动省内省外销量的双增长。

**餐饮立品牌：多业态创新巩固品牌优势，新店开拓驱动成长。**①多业态创新尝试，优化品牌资源，持续巩固餐饮优势。作为提供传统粤菜餐饮服务的老字号酒家，“广州酒家”品牌在餐饮业消费群体中具有很高的认知度。2017 年，公司积极尝试差异化的新业务，一是加强菜式的不断改良，开发“历史名宴”等文化特色产品和服务市场，强调品牌特色；二是创新探索了“好有形”品牌融合餐厅，主打休闲消费群体，创新品牌形象。市场反应良好，品牌优势有望持续。②老店升级稳步推进+4 家拟新店拟陆续运营，驱动餐饮收入稳增长。截止 2017 年末，公司餐饮业务共记 17 家餐饮直营店，1 家参股店，主要提供“广州酒家”、“好有形”等品牌的粤菜和西餐服务。现有餐饮店均位于广州市商业繁荣地段，餐饮需求市场大，消费总人数逐年上升。2017 年公司餐饮业务的毛利率达 61.9%，高于行业平均，盈利能力优秀。根据招股书，公司未来 3 年拟投资 1.40 亿元，在广州和深圳各新开 2 家餐饮直营店。参考新建的门店业态、以及深圳的饮食习惯、经济水平等与广州均十分相近，预计该 4 家餐厅门店建成后合计可增厚餐饮收入 2.23 亿元。

**激励促发展：股权激励有望落地，利好公司中长期发展。**2018 年 3 月，公司审议通过《股票期权激励计划(草案)》，拟向 256 名核心员工授予股票期权 403.05 万股（行权价格 18.21 元/股）。行权考核条件为 018-2021 年的 4 年复合增长率约为 10%，且 2019-2021 年间的现金分红比例不低于 30%。若该激励计划顺利实施，有利于吸引和保留优秀的管理人才和业务骨干，激发公司及控股子公司管理团队和核心骨干的动力和创造力，促使管理团队平衡短期目标与长期目标，进一步激发公司的创新活力，利好公司中长期发展。

**投资建议：买入-A 投资评级。**受益三大扩产项目持续推动、全渠道销售网络扩张，叠加 4 家直营餐饮拟陆续开业，我们预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别 4.25 亿元/4.98 亿元/5.75 亿元，EPS 分别为 1.05/1.23/1.42 元/股，对应 PE 为 20.0x/17.1x/14.8x，成长性突出且估值优势显著，给予 6 个月目标价为 25.32 元。

**风险提示：食品安全风险、市场经营风险、原材料价格上涨风险、管理风险**

#### 4.5. 中青旅：战略合作婺源篁岭，产业投资扩张步伐有条不紊

**事件：**2018/03/13，婺源县人民政府、中青旅控股股份有限公司、婺源县乡村文化发展有限公司签订战略合作协议，同时，中青旅红奇基金管理有限公司和婺源县乡村文化发展有限公司签订股权转让合作协议。

**点评：**1) 公司以自身丰富的景区运营经验及市场资源，对接政府资源，以婺源乡村文化发展有限公司为平台，着力把篁岭打造成江西省旅游行业的龙头景区和优质主板上市公司，未

来有望为公司新增盈利增长点，同时体现出了市场对于公司能力的认可；2) 婺源旅游资源稀缺，其中篁岭属典型山居村落，距婺源县城 39 公里，距离景德镇/黄山机场均约 80 公里处于 1 小时车程内，2017 全年婺源全县接待游客超 2000 万人次/+14%，旅游综合收入超 160 亿元/+45%；后续随着公司与婺源政府合作的加深以及婺源县乡村文化发展有限公司股权的转让，中青旅与篁岭协同可期；3) 中青旅红奇（横琴）旅游产业投资基金主要跟投体量较小的轻资产管理输出项目，不限于古镇，主要帮助景区向休闲度假型转型，随着九皇山景区（三板上市，红奇占股 40%）以及篁岭升级度假景区步伐加快，未来有望为公司带来新的业绩增长（以上信息均来自婺源旅游）。

**休闲景区低估值龙头蓄势待发。**1) 根据官网报道，光大集团董事长李晓鹏上任以后表示集团将对标行业，加强子公司层面的考核，我们预计中青旅或将进入光大集团的考核范围内，激励机制有望理顺；2) 集团董事长调研公司，表示要将中青旅做优做强做大，充分彰显集团对旅游板块重视程度；此外光大集团招商局拟在旅游等深度合作，利好公司中长期发展；作为集团旗下唯一景区运营公司，我们预计公司未来在资本市场的主动性、融资能力有望提升，发展空间将得以打开；3) 公司对旗下古北水镇未形成绝对控股权，若光大集团能提供资金支持，不排除公司进一步取得古北水镇剩余股权，形成控制权溢价且增厚权益利润。

**公司 18 年业绩有望加速反弹:乌镇提价+政府补贴常态化+古北房地产结算收益叠加未来三年进入成长期，客流空间较大，渐入佳境。**1) 公司公告 2017 年 8 月乌镇门票提价，2017/2018 年票价提升幅度分别为 9.48%/22.80%(以东西栅客流加权)，预计贡献归母净利 2797/8447 万元，相较于 2016 年乌镇整体权益利润 3.6 亿元，提升幅度将分别达到 7.77%/23.46%；2) 古北 18 年房地产结算收益预计在 9000 万元；随着古北项目运营日趋成熟，客流增长即将提速，辅以深挖景区文化内涵，预计未来三年进入成长期，业绩复合增速达到 24%。

**投资建议：考虑到实际控制人变更为公司提供“资源+资金”双重支持，集团为公司确立五年目标发展路径明确，给予“买入-A 评级”。**作为光大集团旗下唯一景区经营平台，集团有望以公司为基础发展旅游产业，战略地位预计大幅提升；同时光大集团或将为景区提供充足资金及资源方面支持，我们预测 2017-2019 年归母净利分别为 6.03/7.49/8.48 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.03/1.17 元/股，6 个月目标价为 28.84 元。

**风险提示：客流增长不达预期，政府补贴未落实，传统业务减亏不达预期，经济增速减缓，景区游客需求不达预期。**

#### 4.6. 宋城演艺：线上线下齐发力，“新宋城”再出发

**中国演艺行业龙头，线上线下齐发力：**1) 公司以演艺为核心，业务多点布局；股权结构集中程度较高，旗下有多家子公司，实际控制人及其一致行动人持股比例近 50%；2) 现场演艺、互联网演艺、旅游休闲三条主线齐头并进，六个宋城战略协同作业；3) 业绩表现靓丽，盈利能力突出，营收增长态势良好，2010-2017CAGR 达 31.53%；16 年净资产收益率 15.07% 高于同行业代表性公司的平均水平 8.89%，2017 年公司净资产收益率进一步增长至 15.60%

**线下业务：传统演艺支撑公司盈利，轻资产输出助力增长：“旅游演艺+主题公园”是公司业绩的扎实护城河，1) 现场演艺方面，存量景区经营状况良好，异地扩张模式成熟；①消费升级利好演艺行业规模，千古情项目发展如鱼得水；②杭州宋城根基稳固，受益 G20 峰会及有望打造城市演艺，预计未来增速将进一步提升；三亚、丽江、桂林项目已趋成熟，营收稳**



健增长，16 年增速分别为 19.60%、30.03%、13.79%；落子张家界、西安、桂林，未来增长空间可观；首次布局一线城市上海项目，由旅游演艺向城市演艺突破，开拓新成长空间；签署国际项目，实现布局全球第一步。2) 轻资产输出方面，公司已签约四单轻资产项目，盈利模式为收取一次性的服务费用+后期的营收分成（一般为 20%）；基于投资小、净利率高的优势，继公司首单轻资产宁乡项目顺利落地后，预计未来扩张速度将大幅提升。

**线上业务：相互导流、共同发展，聚焦未来热点市场：1) 互联网演艺方面，**①受益于在线直播行业的庞大规模及秀场类直播的占比上升，公司所收购的全国最大线上演艺直播平台六间房业绩贡献显著，2016-2018 年净利润承诺分别为 2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元，16 年已超额完成，后台监管+拓展移动端+超额奖励+高校合作模式下，17 年业绩有望进一步提升，预计实现业绩承诺可能性高。2) 演艺女团方面，树立“新国风”旗帜，跨次元定制偶像。①超强 IP “树屋女孩”，联动演艺业务发展；②开发蜜枝 APP、AR 偶像女团，布局未来热点二次元市场；③设立多项基金助力演艺产业发展。3) 高科技娱乐方面，移动游戏表现超预期，顶尖 VR 技术丰富景区业态。①收购灵动时空，补足移动游戏基因，17-19 年业绩承诺分别为 0.40/0.52/0.65 亿元；②与 SPACES 合作，看好 VR 行业长远潜力，预计到 2021 年我国 VR 消费级市场规模达 278.9 亿元。

**投资建议：**公司估值低于历史平均水平，目前静态市盈率为 26.2 倍，低于 2011 年以来公司平均市盈率 43.2。根据**分部估值法**，预计公司 18/19 年净利润分别为 14.00/16.68 亿，景区业务、直播业务 18/19 年净利润分别为 10.43/11.55 亿元、3.57/5.13 亿元；基于行业平均 PE，考虑公司为我国演艺行业龙头，线下演艺发展稳健、轻资产输出助力扩张，给予景区业务 2018 年 PE25.4 倍；线上业务相互导流、聚焦未来热点市场，具备较高成长性，给予六间房业务 2018PE20.4 倍；目标总市值 337.75 亿元，6 个月目标价为 23.25 元，给予买入-A 投资评级。

**风险提示：**1) 自然与社会风险；2) 经济周期；3) 安全事故风险；4) 项目并购整合风险。

#### 4.7. 三特索道：剥离不良资产 业绩实现持续扭亏

**公司公告 2018Q1 业绩：**期内营收 1.10 亿元/+19.25%，增速有所反弹，实现归母净利润-0.28 亿元/+6.68%，基本 EPS -0.20 元，业绩符合预期。

**预计 2018H1 实现归母净利润 9500-11500 万元，同比上期扭亏为盈：**主要因 1) 转让咸丰公司股权取得投资收益 1.27 亿元，2) 子公司梵净山公司、华山公司、海南公司等子公司同比增加利润；3) 剥离经营不善的 4 家子公司减少亏损所致；**营收实现大幅增长 1.10 亿元/+19.25%**，主要系 1) 子公司梵净山公司、华山公司、海南公司等子公司业绩持续向好营收增加所致；2) 一季度工商注销四家经营不善的子公司，完成不良资产剥离，同比营收口径实现变化；**公司盈利能力增强：**期内公司毛利润 0.49 亿元/+28.95%，毛利率同比上升 3.4ppt 至 44.4%；归母净利润-0.28/+6.68%，归母净利率-25.10%/+6.98pct，盈利能力明显增强；

**资源整合见效，费用率下降明显：**销售费用率和管理费用率分别同比下降 2.2ppt 及 9.1ppt 分别达到 3.4%和 35.6%，带动期间费用率大幅下降 11.09pct 达到 40.17%，公司在资源整合以及内部管控方面成效显著；

**营业外收入减少，所得税增加影响业绩：**1) 本期梵净山公司收到贵州大数据发展专项资金补助 30 万元，上期主要系崇阳隼水河公司收到数字影院先建后补资金 80 万元导致期内公司营业外收入比上年减少 65.25%；2) 本期子公司盈利增加，所缴纳所得税款 1146.33 万元

+49.84%，扣非归母净利 0.28 亿元/+7.26%增速反弹。

**解绑经营不善子公司轻装前行，定增推进深化与大股东合作，受益海南政策利好：**1) **2018Q1 公司继续推行精兵简政，对部分子公司实施关停并转**，期内武汉三特景区营销管理有限公司、团风三特旅游开发有限公司、神农架三特旅游投资管理有限公司及武汉三特汽车营地投资管理有限公司完成工商注销程序；同时期内公司引入御弘资本全额认缴增资款 5730 万对武夷山三特索道有限公司增资控股；2) **大股东当代科技一路增持彰显对公司发展的长期信心：**截至 2018 年 2 月 6 日，当代科技及一致行动人罗德胜合计持有公司股份 2849.80 万股，占公司总股本的 20.55%，2018Q1 公司非公开发行募集不超过 5.45 亿元资金，**大股东拟增持不低于 1.5 亿元**，方案已获证监会受理，**公司有望与大股东当代集团旗下的教育、医药、地产等产业进行深入合作**；3) 2018 年海南建省 30 周年之际，中央提出在海南建设自由贸易试验区以及自由贸易港，**由此带来的客流增长有望支撑公司海南猴岛项目增长**；4) 拟将下属全资子公司梵净山旅业公司、庐山三叠泉公司、千岛湖索道公司、海南索道公司和珠海索道公司的 5 条索道乘坐凭证转让给作为 SPV 的资产支持专项计划，募集资金不超过 8 亿元。

**投资建议：**新高层理顺发展机制，加强亏损项目减亏以及成熟项目加速释放业绩，高成长潜力迎来业绩释放。预计公司 2018-20 年的收入增速分别为 8.46%/11.00%/10.15%，EPS 分别为 0.36/0.47/0.73 元，考虑到公司为休闲景区稀缺标的且成长性突出，给予 2018 年 PE 64 倍，给予增持-A 投资评级，6 个月目标价为 23.12 元。

**风险提示：**项目开发进度延期；自然天气影响；减亏效果不达预期影响。

## 5. 行业重点公司盈利预测及估值

表 7: 重点公司盈利预测及估值 (2018 年 5 月 12 日)

板块	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收盘价	EPS			PE			评级
					16A	17A/E	18E	16A	17A/E	18E	
酒店	600754.SH	锦江股份	298.94	34.04	0.73	1.34	1.81	46.63	25.40	18.81	买入-A
	600258.SH	首旅酒店	239.42	29.35	0.91	0.73	1.08	32.25	40.21	27.18	买入-A
免税	601888.SH	中国国旅	1,191.21	61.01	0.93	1.29	1.81	65.60	47.29	33.71	买入-A
博彩	1928.HK	金沙中国	3,825.26	47.35	1.05	0.20	0.27	0.00	30.70	22.31	
	2282.HK	美高梅	870.20	22.90	0.72	0.71	0.85	0.00	32.07	26.98	
景区	600138.SH	中青旅	157.36	21.74	0.67	0.77	0.98	32.45	28.23	22.18	买入-A
	600054.SH	黄山旅游	82.49	12.44	0.47	0.55	0.60	26.47	22.62	20.73	买入-A
	000888.SZ	峨眉山 A	47.37	8.99	0.36	0.37	0.47	24.97	24.30	19.13	买入-A
	002033.SZ	丽江旅游	44.29	8.06	0.53	0.37	0.42	21.69	0.00	19.39	
	603099.SH	长白山	33.47	12.55	0.27	0.30	0.36	44.7	44.9	35.5	
	002159.SZ	三特索道	28.48	20.54	0.04	0.36	0.47	-46.50	456.00	50.20	买入-A
演艺	300144.SZ	宋城演艺	299.82	20.64	0.62	0.76	0.91	32.80	27.80	21.60	
	000863.SZ	三湘印象	67.71	4.90	0.58	0.00	0.26	25.54	0.00	18.91	67.71
出境游	000796.SZ	凯撒旅游	103.59	12.90	0.26	0.39	0.53	49.62	33.08	24.34	买入-A
	002707.SZ	众信旅游	95.89	11.28	0.32	0.41	0.55	35.25	27.51	20.51	买入-A
OTA	CTRP.O	携程网	233.09	43.10	-24.18	23.59	58.71	0.00	92.85	37.31	233.09
	TOUR.O	途牛	8.60	6.63	-6.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.60
餐饮	002186.SZ	全聚德	46.92	15.21	0.45	0.00	0.49	34.50	#DIV/0!	30.77	46.92
	603043.SH	广州酒家	85.28	21.11	0.75	0.75	1.03	25.06	0.00	20.53	85.28
	0520.HK	呷哺呷哺	147.84	13.78	0.34	0.42	0.52	0.00	26.49	21.49	147.84
人力资源	300662.SZ	科锐国际	37.33	20.74	0.34	0.41	0.64	61.00	50.59	32.41	买入-A
K12 教育机构	1317.HK	枫叶教育	178.75	12.00	0.23	0.00	0.35	0.00	0.00	27.85	178.75
	HLG.O	海亮教育	20.11	78.24	0.24	-	-	0.00	-	-	20.11
	300192.SZ	科斯伍德	24.30	10.02	0.15	0.25	0.32	66.80	40.08	31.31	买入-A
	002621.SZ	三垒股份	48.97	14.51	0.03	0.19	0.28	483.67	76.37	51.82	买入-A
高教	2001.HK	新高教	97.74	6.83	0.10	0.15	0.21	0.00	35.75	25.78	
	1569.HK	民生教育	61.87	1.54	0.09	0.07	0.09	0.00	17.10	13.97	
职业教育	300089.SZ	文化长城	43.30	8.84	0.31	0.29	0.46	28.52	30.48	19.22	买入-A
体育	002694.SZ	顾地科技	46.46	7.78	0.12	0.15	0.30	40.83	0.00	26.20	
	600136.SH	当代明诚	86.23	17.70	0.25	0.44	0.65	67.30	0.00	27.23	
	300526.SZ	中潜股份	31.88	18.59	0.49	0.00	0.00	73.38	0.00	0.00	
创业服务	300688.SZ	创业黑马	40.74	59.91	0.60	0.78	1.12	99.85	76.81	53.49	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

(注: 除橘黄色标注公司以外的盈利预测均为 Wind 一致预期)

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;

B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以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,并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息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。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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034