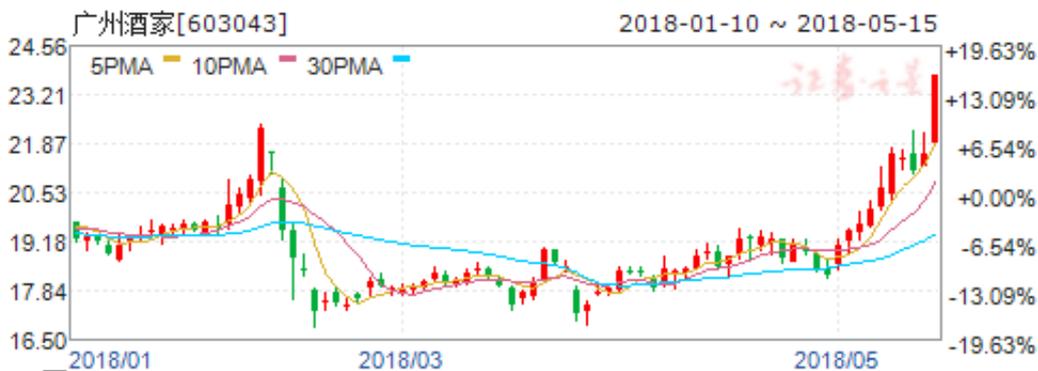


旅游 行业8月投资策略：关注旺季行情 把握绩优龙头

招商证券指出，从高频数据看，上半年离岛免税销售增长27.54%，Q2增速略回落，回归常态增长；酒店5月RevPAR反弹，6月下滑，Q2景气度弱于Q1；端午假期恰逢高考，国内景区端午客流平淡，门票降价存在持续的压力和影响；国际航线客运量增速稍弱于上年同期，其中港澳台增速回落，日韩表现较好。随着中报披露临近，建议关注业绩确定性较强的个股，重点推荐：宋城演艺、广州酒家、中国国旅。

。



广州酒家:产品力和品牌力提升显著,费用先行为发展提供保障

广州酒家 603043

研究机构：信达证券 分析师：王见鹿 撰写日期：2019-04-28

公司2019年4月24日发布2018年年报,2018全年营业收入25.37亿元,同比增长15.89%;归母净利润3.84亿元,同比增长12.79%;扣非后归母净利润36.87亿元,同比增长11.45%;对应EPS0.95元;加权平均ROE21.16%。

同日发布的2019年一季报显示,1Q2019公司营业收入5.33亿元,同比增长19.79%;归母净利润4551万元,同比增长17.93%,扣非后归母净利润4187万元,同比增长10.77%;对应EPS0.11元,加权平均ROE2.31%。

收入增长源于食品制造板块产能释放和单价提升的双重影响,产品力和品牌力可见一斑。2018年全年,公司食品制造业务实现收入18.92亿元,同比增长18.59%,增速较2017年同比提升7.3个百分点;餐饮业务实现收入6.01亿元,同比增长7.46%,增速较2017年的20.73%明显放缓。食品制造业务下辖三大子板块中,月饼板块收入10.38亿元,同比增长15.67%;速冻板块收入4.10亿元,同比增长29.86%;其他(饼酥和腊味)板块收

入4.43亿元,同比增长15.97%。相关子板块的增长一方面来自于公司产能逐步释放带来的销量提升,另一方面源自产品平均单价的提升:1)月饼子板块2018年销量1.15万吨,同比增长9.92%,销售单价90.2元/kg,同比增长5.20%;2)速冻子板块2018年销量2.02万吨,同比增长20.5%,销售单价20.5元/kg,同比增长10.40%。综合来看,公司2018年销量增长情况略逊我们预期,但同期主要产品平均出厂价提升幅度优于预期,体现了公司持续的产品升级能力和品牌影响力。

潜力板块增速强劲,助力收入增速重回快车道。1Q2018-1Q2019,公司单季收入同比增速分别为15.47%、14.73%、21.89%、4.86%和19.79%。其中,4Q2018受月饼业务收入错期影响,增速下滑明显。按可比业务口径来看,2H2018公司收入17.46亿元,同比增长16.25%。1Q2019公司单季收入同比增速更上一层楼,且实现了1.78%的收入环比增长,属历年来首次,可见可比业务总规模的持续扩张。1Q公司的主要收入构成为餐饮、速冻及其他(饼酥和腊味),其中,速冻是公司近年大力培育的板块,我们判断随着公司2019年3月审议通过募投项目变更计划,该板块产能释放速度有望加快,缓解目前供不应求状态;同时公司还在积极培育烘焙饼酥板块,有望复制速冻的成功路径,且该板块公司可进行外包生产,受产能限制较小。截止目前,公司募投项目合计2.1万吨产能中,已完成速冻及中央配餐产能7,040吨,尚待新增产能13,960吨,其中月饼、馅料、腊味产能分别不低于2000吨/年、6000吨/年和2000吨/年,剩余为速冻产能。鉴于全部项目拟于2020年12月达产,产能扩张有望带来长期增长空间。餐饮板块方面,公司2018年新开店2家,关店1家;2019年,公司已知开店数量已达2家,其中“星樾城”已于3月开业,深圳“广州酒家”品牌店前期筹备工作已经完成。此外,公司购置了两处广州餐饮门店物业,分别为花地大道和南沙店。我们判断,餐饮门店数量的增加有望提振餐饮板块表现,并进一步提振公司品牌影响力。

跨区域发展初见成效,全渠道销售体系加速建设中。在上市前的2016年,公司在广东省外的知名度不高,省外收入仅1.8亿元规模。2018年全年,广东省外的营业收入达到3.57亿元,同比增长54.44%,较2017年同期的28.33%显著加速;收入占比由2017年的11%上升至14%,跨区域发展初见成效。报告期内,公司加大互联网营销的投入,有效整合线上、线下资源,重点开发省外经销商,优化省外经销产品结构,提高华东、华中等区域的销售覆盖,推动省外销售业务快速增长。2018年公司录得经销收入13.29亿元,同比增长20.25%,增速快于直销;同时,线上销售收入增长48.09%至3.10亿元,保持高速增长。根据公司经营计划,2019年公司将进一步以“广州酒家”、“利口福”为核心的品牌通过异地设立生产基地、跨区域铺设品牌直营门店、大力覆盖粤港澳大湾区重点城市。加大省外推广等方式全方位拓展跨区域终端市场,扩大品牌影响力和市占率,为产能密集释放期打下基础。

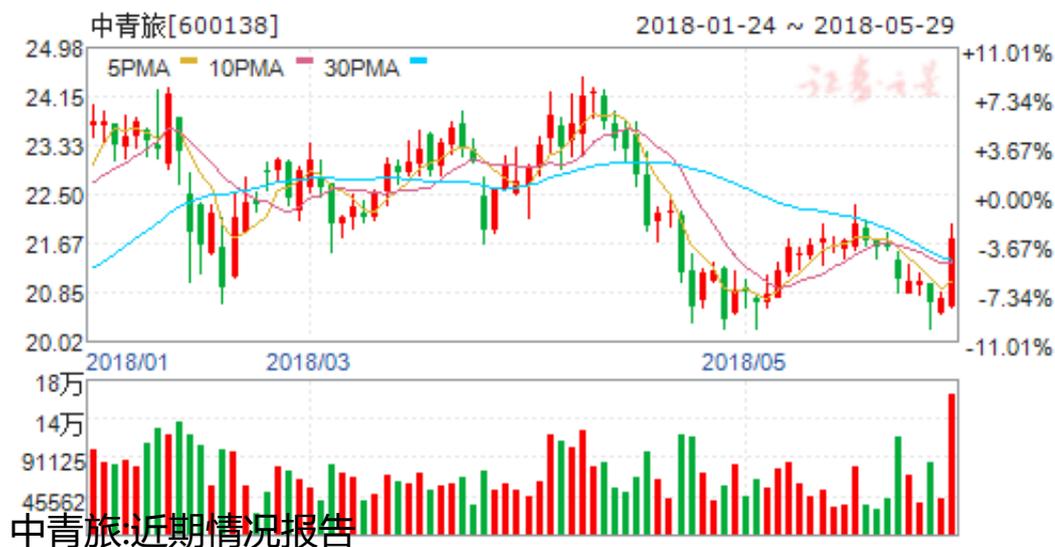
毛利率提升显著。公司2018年整体毛利率为54.66%,同比提高1.51个百分点,分季度来看,1Q2018-1Q2019毛利率分别为47.68%/47.81%/59.58%/53.61%/47.14%,同比变动为+1.28/+0.56/+0.72/+3.16/-0.54个百分点,1Q2019受原材料成本上涨

影响毛利率稍有下降,但整体尚处高位。分产品来看,2018年全年月饼/速冻/其他/餐饮板块毛利率分别为63.22%/36.92%/38.07%/62.71%,同比变动+1.70/+4.04/+2.31/+0.85个百分点,均实现不同程度的增长。毛利率提升主要系1)月饼、速冻及其他产品提价及2)产能提升带来规模效应所致。分地区来看,广东省内/广东省外/境外的毛利率分别为54.98%/51.35%/32.77%,同比变动+0.28/+12.32/+2.59个百分点,省外毛利率大幅增加说明成本大大缩减,也侧面反映异地扩张已初见成效。

期间费用先行影响盈利水平。2018全年和1Q2019,公司净利润率分别为15.13%和8.55%,同比变动-0.43/-0.13个百分点,我们判断下滑主要是公司期间费用率提升导致。2018全年和1Q2019,销售费用率分别为25.93%/25.37%,同比变动+0.78/-1.18个百分点;管理费用率分别为9.09%/9.86%,同比变动+0.79/-0.52个百分点;2018全年研发费用4847万元,同比增长158%,费用率1.91%,同比提升1.05个百分点,1Q2019研发费用率为1.38%,同比提升0.68个百分点。研发费用的增加主要系公司为推进募投项目中的利口福技术研发中心建设,提前为新厂研发先行布局所致,中长期来看有利于月饼及速冻等新品培育。整体期间费用率分别为36.03%/35.93%,同比+2.42/+0.44个百分点。

盈利预测与评级:我们预测公司2019-2021年营业收入分别为31.44/37.39/46.74亿元,增速分别为23.91%/18.95%/24.99%;归母净利润分别为4.49/5.15/6.41亿元,增速分别为16.83%/14.93%/24.27%;按公司目前股本计算摊薄EPS分别为1.11元/1.28元/1.59元;对应4月25日收盘价PE分别为26x,23x和18x。

风险因素:1)跨省经营有待考验;2)人力成本密集,自动化率有待提高;3)限制餐饮消费政策出台对公司有打击;4)员工激励机制有待加强;5)食品安全,特别是非洲猪瘟相关风险;6)项目达产不及预期;7)宏观经济下行降低消费预期。



中青旅 600138

研究机构：财达证券 分析师：财达证券研究所 撰写日期：2019-04-15

国内的旅游龙头企业之一,主业包括旅行社、景区和酒店会展等相关业务。其中,景区业务是公司业绩增长的主要驱动力。近年景区业务毛利率不断上升,其在营业收入中占比也不断提升,带动公司毛利润稳定增长,到2018年上半年基本贡献了公司毛利的一半。公司目前形成南北双镇格局,并将持续高速发展,同时公司其他业务发展平稳。

南北双镇可持续发展。“乌镇模式”是公司成功的基础与关键,也为公司的异地扩张提供了保障。13-17年是乌镇景区的快速增长阶段,年营收增长高达16%,其净利贡献也从57.6%增长到76.6%,成为公司主要的利润来源,但乌镇客流由于饱和原因近年呈现增长缓慢,公司着力于从客单价角度去提升。14-17年,古北水镇游客量与人均消费保持了快速增长,乌镇的成功经验有效缩短了古北水镇起步发展的进程。古北水镇客单价基本为乌镇的2倍,从可开发面积来看,基本与乌镇一致,对标乌镇,未来随着古北培育期结束,摊折完成,其盈利能力有较大的提升空间。

“濮院”在路上。“乌镇模式”异地复制的第三家濮院古镇,计划在2019年正式营业,是公司缓解乌镇客流饱和并夯实古镇文化旅游龙头地位的又一布局。濮院交通便利,距乌镇半小时车程,当前乌镇东西双栅客流量相对饱和,濮院营业后有望承接乌镇溢出的游客量,与乌镇实现协同效应。

其他业务。公司旅行社业务(包括线上线下业务)呈现逐渐扭亏及趋稳迹象;光大集团入主有望为公司的会展及酒店业务的延伸带来想像空间,但短期内具有不确定性。

盈利预测与评级。在政策支持背景下,旅游消费进入更休闲个性的互联网时代,我们看好公司度假小镇的运营模式在当下的发展态势,公司的业绩增长具有较强的确定性和持续性,未来业绩和盈利能力值得期待,同时公司其他业务发展平稳,我们预计公司2018-2020年营业收入分别为121.22亿、138.19亿和154.77亿,对应EPS分别为0.83元、0.94元和1.05元,给予公司“增持”评级。

风险提示:1)核心景区增速不达预期;2)政策性风险。



众信旅游 002707

研究机构：安信证券 分析师：刘文正,杜一帆 撰写日期：2019-05-08

业绩简述:2018年实现营收121.71亿元/+1.18%,归母净利2357万元/-89.87%,归母扣非净利370万元/-98.37%,基本EPS 0.028/-90%,经营性现金流净额为-251万元/-101.3%。向全体股东每10股派发现金红利 0.23元。2019Q1实现营收24.44亿元/-0.82%,归母净利6487万元/-1.37%,归母扣非净利6449万元/+6.87%,基本EPS0.074/-6.33%,经营性现金流净额为-1.38亿元(18Q1为-4.15亿元)。

批发业务受到事件性因素较大影响,19Q1营收基本持平说明已有明显好转。2018年公司实现营收121.71亿元/+1.18%,其中批发业务受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等个别目的地事件影响较为严重,实现营收86.90亿元/-2.52%;零售业务受冲击相对较小,且受益于公司高速展店(截至2018年底,公司拥有零售门店435家,较2017年增加了300余家),实现营收23.03亿元/+12.39%;此外,整合营销实现收入9.61亿元/+9.52%。2019Q1实现营收24.44亿元/-0.82%,营收略有下滑,主要系①宏观环境低迷,消费需求平淡;②泰国等目的地尚未完全恢复,但已有明显好转。

泰国事件导致18年毛利率整体下滑,但19Q1已大幅回升。2018年整体毛利率为9.37%,较2017年下滑0.52pct。其中:批发业务毛利率同比下滑0.75pct至7.12%;零售业务下滑1.03pct至15.3%,其中直营零售门店的毛利率为16.70%,同比继续增长;整合营销毛利率约8.12%,同比下滑幅度达2.43pct。2019Q1毛利率已实现较大恢复,同比大幅提升1.47pct至13.26%。

事件影响下竞争环境恶化,导致费用率整体上升。2018年销售费用率同比提升1.06p

ct 至6.70%,我们认为主要系泰国沉船事件导致区域市场竞争极度恶化,致使销售费用飙升;管理费用率基本维持在稳定水平,波动较小;财务费用率提升0.41pct 至0.44%,主要系2018年新增可转债利息费用以及汇兑收益同比下降。2019Q1,费用率仍维持在较高水平。销售费用率提升0.85pct 至8.01%,管理费用率提升0.52pct 至1.83%,财务费用率提升0.18pct 至0.40%。总体而言,归母净利率约2.64%,抵消掉毛利率大幅提升的作用,净利率基本稳定。

4.2018年度计提一次性大额资产减值,未来有望放下包袱轻装上阵2018年共发生资产减值损失1.13亿元,其中影响较大的为商誉减值损失约6763万元、长期股权投资减值损失为1556万元。商誉减值主要来源于上海悠哉网络科技有限公司减值2258万元、北京开元减值1712万元、Activo Travel GmbH 减值1707万元等。长期股权投资减值损失来自对SKY MASTER HOLDINGS LIMITED 的减值约1556万元。公司对资产进行了较为充分的减值处理,未来有望放下包袱轻装上阵。

未来看点:①加速展店提升零售业务占比、零售端产品升级有望带动毛利率大幅提升;②公司将继续深入布局目的地资源,积极实施业务拓展,业务由单纯的出境游批零向游学服务、移民置业、旅游金融、健康医疗等出境综合服务延伸。

投资建议:2019-2021年盈利预测为2.58/3.28/3.90亿元,对应EPS为0.30/0.38/0.46,给与买入-A 评级,目标价7.50元,对应2019年25xPE。

风险提示:突发事件(自然灾害、战争、流行病、政治)影响出境游客流量,人民币大幅贬值降低出境游需求,整合不及预期。