

2020年02月02日

迈过泥泞，方成涅槃

——短期影响不改行业趋势，龙头公司韧性逐渐体现

中性

本期投资提示：

- **全国各省市快速采取应急措施，各服务行业自发调整经营状态配合防控。**此次新型冠状病毒感染肺炎疫情出现后，全国各省市逐步加强对流动人口的管控并适度延长春节假期，受此影响，春节假期内，铁路民航客运量出现下滑。为阻止疫情进一步扩散，旅游、酒店、餐饮等行业积极调整经营安排。景区及商业运营场所相继宣布春节期间暂停营业，文旅部亦于1月24日发文要求各地旅行社暂停团队游业务。龙头餐饮企业春节期间主动暂停堂食业务，保留外卖服务。酒店企业提出减免加盟商加盟费用，并为疫情地区医护人员提供住宿服务。
- **复盘 SARS 时期，休闲需求于疫情次年有效回补，行业格局恢复向上。**2003年非典时期，国内旅游需求受到短暂抑制，各景区旅游人数有所减少。2004年，随着疫情消退，旅游需求快速反弹，各景区客流恢复正常增长，酒店及航空也跟随宏观经济快速恢复。出境游客流在疫情结束后，也随着出入境管制政策的解除而迅速反弹。虽然非典时期，休闲服务板块短期表现落后于大盘，但龙头公司抗风险能力强，非典疫情对业绩的影响在一年内得到消化。而2013年得禽流感，更是由于控制得当，未对服务行业产生较大冲击。我们认为，疫情带来的影响仅为短期波动，若后续疫情得到控制，随着居民出行需求的恢复和供给的边际改善，板块内各公司长期成长逻辑不变。
- **景区核心壁垒不变，绝对估值受损较小；免税经营成本可控，利润更为坚挺。**我们就疫情对板块内公司的业绩影响进行了测算，对景区行业，我们认为，在中性预期下，一季度客流预计下滑54%，如果二季度起客流恢复，则我们预计全年收入影响-5%--20%，利润影响在-10%--25%。从净现金流角度，我们认为景区的资源壁垒不变，绝对估值受突发事件的影响较小。对免税行业，我们认为成长逻辑主要来自转化率和客单价的提升而非客流量增长，离岛免税在春节期间的停业损失对全年业绩的影响相对有限，我们预计免税行业整体利润影响在-8%--18%之间。2020年，我们认为中国国旅将继续加强价格优势和规模效应，公司核心竞争力未受到影响。
- **酒店餐饮受租金人力成本影响大，但疫情使行业供给优化，龙头公司现金流充裕。**板块内酒店集团目前大力发展加盟模式，即使春节期间为部分业主减免加盟费用，加盟业务仍可实现盈利。同时，疫情期间，尾部供给加速出清，行业供需结构得到改善。我们预计疫情对酒店行业公司全年的利润影响在-15%--30%之间，后期可重点关注宏观经济好转带来的商旅需求改善。餐饮业短期虽然面临库存和工资压力，但我们认为龙头公司现金储备充裕，我们预计餐饮企业全年利润受到的影响在-12%--40%之间。餐饮酒店行业集中度低、成长性高，快速扩张带来的成长性削弱了疫情对业绩的影响，后续可持续跟踪行业拐点的出现。
- 一季度除春节黄金周为旅游旺季外，其余时间基本为旅游、酒店消费淡季，因此疫情的发生对行业的影响相对可控。我们认为从疫情对利润的影响排序：**餐饮=旅行社>酒店>景点>免税**；从疫情对估值的影响排序：**酒店>旅行社>餐饮>景点>免税**。我们认为短期事件产生的冲击不影响板块内公司的长期成长逻辑，因此我们依然重点推荐：景区成长股**宋城演艺**及受疫情影响较小的**中国国旅**。建议关注美团点评、天目湖、峨眉山A。
- **风险提示：**新型冠状病毒感染肺炎疫情超出市场预期；景区、餐厅关停时间进一步延长；原材料成本由于疫情上行风险等。

证券分析师

刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230519080004
yujq2@swsresearch.com
王越 A0230118110002
wangyue@swsresearch.com

联系人

王越
(8621)23297818x转
wangyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

一季度除春节黄金周为旅游旺季外，其余时间基本为旅游、酒店消费淡季，因此疫情的发生对行业的影响相对可控。我们认为从疫情对利润的影响排序：餐饮=旅行社>酒店>景点>免税；从疫情对估值的影响排序：酒店>旅行社>餐饮>景点>免税。我们认为短期事件产生的冲击不影响板块内公司的长期成长逻辑，因此我们依然重点推荐：景区成长股宋城演艺及受疫情影响较小的中国国旅。建议关注美团点评、天目湖、峨眉山 A。

原因及逻辑

1. 根据目前公开信息，针对此次疫情采取的公共卫生应急措施以及行业经营者自发的经营调整措施均比 SARS 时期更加及时和果断，因此预计本轮疫情对社会服务行业产生的影响更多的为短期冲击，长期影响不大。

2. 新型冠状病毒感染肺炎疫情在短期之内影响人口流动性，从而对景区、酒店、餐饮行业的客流产生影响，从而影响上述行业上市公司经营收入，但参考历史经验，疫情消退后，客流会快速恢复，景区、酒店、餐饮企业的经营状况也将恢复正常。

3. 由于休闲服务各子行业可变成本与固定成本占比不同，使不同行业具有不同的经营杠杆，在受到冲击时利润的波动性也不同，我们计算了不同情景下疫情对利润的影响，对于不同行业的风险敞口进行了预测。

有别于大众的认识

近期市场可能会对板块内公司 2020 年的经营情况产生担忧，我们认为疫情对板块内公司造成的冲击是短期且可控的，不会影响板块内优质企业的长期逻辑与成长趋势，并且还可能促进尾部供给加速出清，改善行业供需格局。同时，市场对于休闲服务行业的判断可能会参照 2003 年非典疫情时期的行业走势，但我们认为当前的宏观经济韧性和应急处理措施的与 2003 年均有所不同，消费者需求与服务供给之间的实际匹配才是行业拐点的判断依据。

目录

1. 此次疫情的影响到底几何?	6
1.1 国内游: 国内景区大面积关停, 旅行社暂停出团.....	6
1.2 出境游: 港澳全面管制, 其他出境影响较小.....	7
1.3 免税: 海南客流锐减, 离岛免税全面暂停.....	10
1.4 酒店餐饮: 酒店入住率下滑, 餐饮节内停业.....	10
2. 复盘: 以史为鉴, 从 SARS 及禽流感看市场反馈	11
2.1 各大疫情对行业短期需求造成冲击, 长期影响不强.....	11
2.2 对标 SARS 时期, 疫情后或迎来需求回补.....	14
2.3 大盘回顾: 后续业绩逐步恢复, 估值反映市场预期.....	16
3. 测算: 疫情对板块内公司影响的敏感性分析	20
3.1 休闲服务行业季节性明显, 一季度影响对全年有限.....	20
3.2 细分行业杠杆不同, 租金、人工为最核心成本压力.....	21
3.3 投资建议与风险提示.....	23

图表目录

图 1: 24-30 日, 铁路累计发送旅客 2322 万人次.....	6
图 2: 24-30 日, 民航累计发送旅客 654 万人次.....	6
图 3: 2 月 1 日, 国内航线航班取消比例 35.8%, 国际航线取消比例提升至 18.4%	8
图 4: 内地访港人数合计 20.36 万人次	9
图 5: 内地访澳人数合计 14.92 万人次	9
图 6: 三亚进出港旅客锐减.....	10
图 7: 三亚酒店入住率下滑至 22%.....	10
图 8: 2002-2004 主要景区公司接待人次 (万人次)	12
图 9: 2002-2004 主要景区公司接待人次同比增速.....	12
图 10: 2012-2014 主要景区公司接待人次 (万人次)	12
图 11: 2012-2014 主要景区公司接待人次同比增速.....	12
图 12: 中国星级饭店客房出租率.....	12
图 13: 中国星级饭店营业收入同比增速	12
图 14: 2003-2004 年民航客运量同比增速.....	13
图 15: 2013-2014 年民航客运量同比增速.....	13
图 16: 2002-2004 年板块主要公司扣非净利润增速情况.....	13
图 17: 2012-2014 年板块主要公司扣非净利润增速情况.....	14
图 18: 2001-2005 春节黄金周客流及增速.....	14
图 19: 2001-2005 国庆小长假客流及增速.....	14
图 20: SARS 疫情消退后, 出境客流增速迅速反弹	15
图 21: 历年春节旅游人次及旅游收入占比.....	15
图 22: 2000 年以来我国旅游市场发展平稳	16
图 23: 2003.1.1-2004.12.31 期间行业及前五大市值公司相对涨跌幅情况 ...	17
图 24: 2003-2004 申万休闲服务指数 PE (TTM)	18
图 25: 2003-2004 行业前五大市值公司 PE (TTM)	18
图 26: 2013.3.1-2014.12.31 期间行业及前五大市值公司相对涨跌幅情况 ...	19
图 27: 2013-2014 申万休闲服务指数 PE (TTM)	19

图 28: 2013-2014 行业前五大市值公司 PE (TTM)	19
表 1: 板块内上市公司旗下大部分景区于节后相继关停	6
表 2: 部分境外航司暂停中国大陆航班情况 (截至 1 月 31 日)	8
表 3: 疫情期间部分国家对我国的出入境管制措施 (截至 2 月 2 日)	9
表 4: 板块内主要餐饮、酒店集团应对疫情措施	10
表 5: 受“非典”影响的部分行业享受的税收优惠政策	16
表 6: 一季度各细分行业客流预计影响情况	20
表 7: 新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点景区公司 2020 年影响测算	21
表 8: 新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点酒店公司 2020 年影响测算	22
表 9: 新型冠状病毒感染肺炎疫情对中国国旅主要标段 2020 年影响测算	22
表 10: 新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点出境旅行社 2020 年影响测算	23
表 11: 新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点餐饮公司 2020 年影响测算	23
表 12: 行业重点公司估值	24

1. 此次疫情的影响到底几何？

1.1 国内游：国内景区大面积关停，旅行社暂停出团

春节期间人口流动性降低，交通运输客流减少。根据湖北省各地市政府公告，截至 1 月 27 日，除神农架外的湖北省 18 个地市全部宣布“封城”，受流动人口管制影响，部分省市采取了减开航线、列车和道路交通管控措施，春节黄金周内，全国铁路、道路、水路及民航发送旅客量下滑，1 月 24-30 日，全国铁路/道路/民航累计发送旅客 2322/11953/654 万人次，同比分别下滑 62.27%/64.59%/48.44%。

图 1：24-30 日，铁路累计发送旅客 2322 万人次

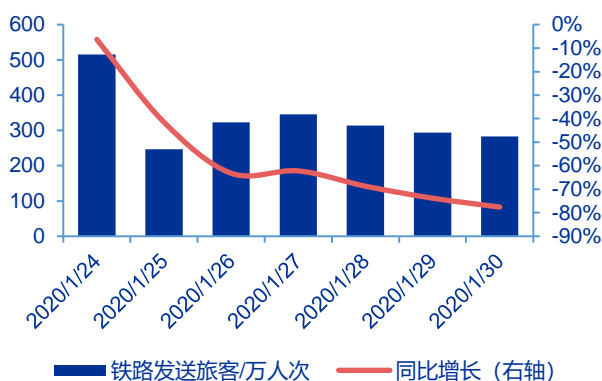
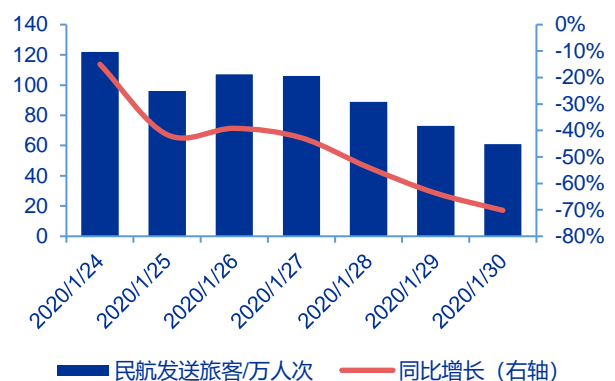


图 2：24-30 日，民航累计发送旅客 654 万人次



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

资料来源：交通运输部，申万宏源研究

国内大部分景区于节后相继关停。为控制疫情进一步扩散，本次春节黄金周，包括黄山、峨眉山、杭州宋城在内的全国大部分文化场馆及旅游景区于节后相继宣布暂时关停，同时取消或延迟新春集体性活动，这也是近年来首次全国景区大规模关停。关停部分景区后，降低了人员聚集的可能，有效阻止了疫情的进一步传播。黄山、三亚市旅游局，峨眉山、乌镇官方公众号数据显示，2019 年春节黄金周，黄山/峨眉山/乌镇/三亚千古情分别接待游客 12.62/22.58/39.39/29.39 万人次，考虑到一季度为大部分景区相对淡季，若后续疫情能够得到有效控制，则从全年来看，我们预计对景区类上市公司造成的经营性损失相对可控。

表 1：板块内上市公司旗下大部分景区于节后相继关停

上市公司	涉及景区	主要收入来源	关停时间
曲江文旅	大唐芙蓉园、西安城墙等	门票、酒店餐饮、二次消费等	1 月 24 日
峨眉山 A	峨眉山	门票、索道、酒店等	1 月 24 日
大连圣亚	圣亚海洋世界	门票、二次消费等	1 月 25 日/26 日
西藏旅游	雅鲁藏布大峡谷、苯日神山等	门票、观光车、游艇、餐饮等	1 月 27 日
张家界	杨家界、宝峰湖、十里画廊等	观光电车、索道、游船等	1 月 26 日
桂林旅游	两江四湖、银子岩、象山等	门票、旅游客运、酒店餐饮等	1 月 26 日象山景区关闭，漓江景区暂停游船、排筏水上游览活动
云南旅游	云南世博园	门票	1 月 25 日

上市公司	涉及景区	主要收入来源	关停时间
丽江旅游	玉龙雪山	索道、印象丽江门票等	1月25日
黄山旅游	黄山、花山谜窟等	门票、索道、酒店等	1月25日
长白山	长白山	旅游客运、酒店餐饮等	1月26日
中青旅	乌镇、古北水镇等	门票、二次消费等	1月25日
九华旅游	九华山	酒店、索道等	1月24日
宋城演艺	杭州宋城、三亚宋城、丽江宋城等	门票、二次消费等	1月24日/25日
三特索道	华山、千岛湖、南湾猴岛等	门票、索道、旅游客运等	1月24日/25日
天目湖	山水园、南山竹海、御水温泉等	门票、酒店、索道及内交通、二次消费等	1月24日
中国国旅	海棠湾免税店	免税购物	琼海博鳌免税店于25日18:00闭店；三亚免税城、海口日月湾免税店于26日16:00闭店；
首旅酒店	三亚南山	门票、餐饮、内交通等	1月26日
海昌海洋公园	上海海昌海洋公园	门票、二次消费等	1月24日
迪士尼	上海迪士尼	门票、二次消费等	1月25日

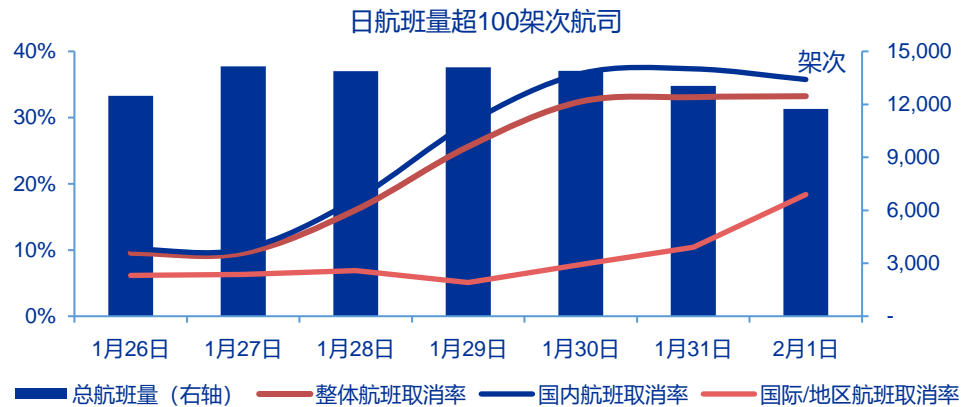
资料来源：各省市旅游局，申万宏源研究

全国旅行社团队游全部暂停。文旅部1月24日下发通知要求：1.全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品；2.已出行的旅游团队，可按合同约定继续完成行程，行程中，需做好健康防护；3.对于部分出境团队，在保证安全的情况下，27日之前还可以继续出行，但27日之后包括出境团队在内的所有团队游业务和“机+酒”服务将全部暂停。文化和旅游部数据显示，2019年上半年，全国旅行社分别组织国内/出境旅游7773.36/3067.50万人次，分别占总人数的2.52%/37.74%，参考2019年春节旅游接待情况，我们预计春节期间，旅行社国内旅游接待减少约千万人次。

1.2 出境游：港澳全面管制，其他出境影响较小

航线方面，国内航线取消比例高于国际航线，部分境外航司暂停往返中国大陆航班。1月26日-2月1日，国内航班累计取消19929架次，取消比例25.10%；国际航班累计取消1181架次，取消比例8.51%。1月30日之前，国际航线受到的影响相对较小。随着新型冠状病毒感染肺炎患者数量增多，为防止疫情进一步扩散，保障乘客出行安全，1月30日起，英国航空、汉莎航空、瑞士航空等多家境外航司暂停往来中国大陆航班，预计对国际航线产生一定影响。针对目前航班延误或取消的情况，国内各大航司推出了免费退改签服务，尽力满足旅客相关需求。

图 3: 2月1日, 国内航线航班取消比例 35.8%, 国际航线取消比例提升至 18.4%



资料来源: 飞常准, 申万宏源研究

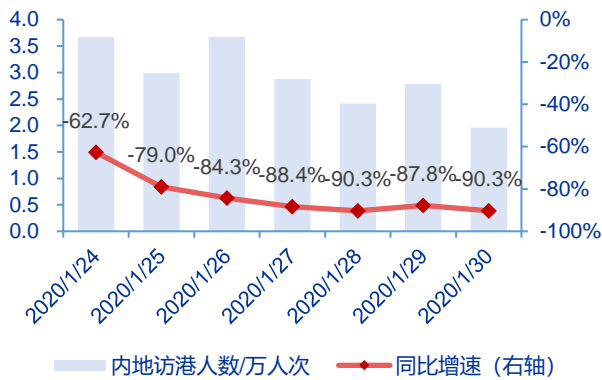
表 2: 部分境外航司暂停中国大陆航班情况 (截至 1 月 31 日)

航空公司	暂停航线	起止时间
英国航空	目的地或返回地为中国内地/中国香港的英国航空航班	1/25-2/23
达美航空	中美航班从 42 个减少到约 21 个	2/6-4/30
加拿大航空	加拿大至北京、上海航线	1/30-2/29
汉莎航空	往来中国大陆的航班	1/29-2/9
瑞士航空	往来中国大陆的航班	1/30-2/9
奥地利航空	往来中国大陆的航班	1/30-2/9
法国航空	往来中国大陆的航班	1/30-2/9
首尔航空	往来中国大陆的航班	1/30-2/9
埃及航空	往来中国大陆的航班	自 2 月 1 日起
印尼狮航	往来中国大陆的航班	自 2 月 1 日起

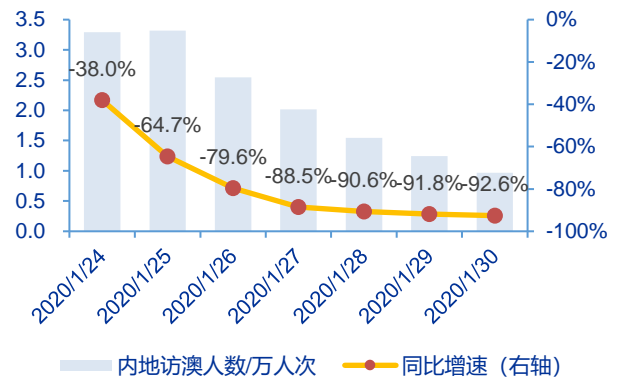
资料来源: 各航司官网, 申万宏源研究

备注: 美联航、捷星航空、新加坡酷航、芬兰航空、印度航空、韩亚航空、长荣航空、美国航空、北欧航空等航司暂停往返个别城市航班或进行减班

港澳游方面: 港澳暂停个人旅游签注, 内地赴港澳客流减少。2020年1月28日, 中国香港提升防疫级别, 内地暂停发出来港个人游签注; 高铁香港段、城际直通车、内地航班暂停。同日, 内地赴澳门自由行签注也宣布暂停。春节假期内(1月24日-30日), 内地赴港/赴澳旅客分别达到 20.36/14.92 万人次, 同比分别下滑 85.5%/83.3%。**虽然目前港澳台三地个人签注已全部暂停(赴台个人旅游已于 2019 年 8 月 1 日起暂停), 但我们预计, 随着后期疫情影响消退, 港澳个人旅游签注重新开放后, 客流有望逐步恢复。**

图 4: 内地访港人数合计 20.36 万人次


资料来源: 中国香港入境事务处, 申万宏源研究

图 5: 内地访澳人数合计 14.92 万人次


资料来源: 中国澳门旅游局, 申万宏源研究

出国游方面: 目前, 除武汉口岸关闭离汉通道外, 中国口岸签证机关仍正常运转, 各陆、海、空口岸继续对外开放, 外国居民和我国居民均可凭有效的出境入境证件正常出入境。但随着新型冠状病毒感染肺炎患者数量增多, 境外部分国家相继调整了有关中国居民的入境管制措施和签证政策。日本、韩国、印尼、法国等出境游主要目的地均采取了入境提交健康状况申报表的管制措施, 此外, 菲律宾、马来西亚等国暂停落地签或护照签发地为湖北的人员入境。实施适度的入境管制对于防控疫情向境外扩散, 保障我国居民和境外居民人身健康和安全起到了重要作用。2019 年春节假期, 全国口岸出境人数达 631.1 万人次, 考虑到大部分出境游行程起始日期位于节前, 且目前我国居民出入境尚未受到严格限制, 因此预计对春节假期内出境游产生的冲击将弱于国内游。

表 3: 疫情期间部分国家对我国的出入境管制措施 (截至 2 月 2 日)

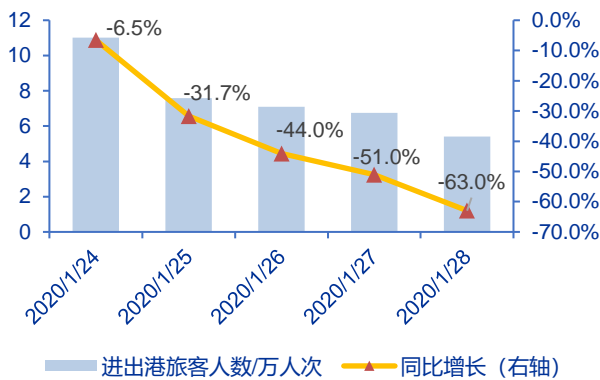
国家、地区	管制措施	起始时间
朝鲜	暂时禁止中国公民入境, 对包括朝鲜公民在内的所有近期入境人员进行 30 天隔离观察等措施	
菲律宾	暂时收紧向中国湖北籍公民颁发签证, 暂停向中国公民签发落地签证等措施	
马来西亚	禁止中国湖北籍公民入境, 所有中国旅客及其他国家旅客需在国际入境口处接受体温检测等措施	
加拿大、泰国、阿联酋、韩国、德国、英国、法国、墨西哥等	在入境口岸对旅客进行体温检测和疫情筛查, 部分国家要求中国公民须填写并提交健康状况申报表等措施	
新加坡	中国公民及在过去 14 天内曾经去过中国大陆的旅客 (包括非中国籍旅客) 禁止入境新加坡, 暂停给中国护照持有者发放各类新签证等措施	2020 年 2 月 2 日
蒙古	禁止中国公民及经过中国前往蒙古的第三方国家旅客进入蒙古等措施	2020 年 2 月 1 日
美国	过去 14 天内访问过中国的外国人 (美国公民和永久居民的直系亲属除外) 将被暂时禁止入境等措施	美国东部时间 2 月 2 日下午 5 时起
俄罗斯	暂停为中国公民发放工作签证和旅游电子签证; 暂停中国旅游团免签旅游等措施	
澳大利亚	禁止所有从中国大陆出发的人员入境 (澳国籍、澳籍永久居留以及上述人群家属除外) 等措施	2020 年 2 月 1 日
日本	对入境申请日前 14 日以内有在湖北逗留过的外国人以及持有湖北省发放护照的中国人拒绝入境等措施	2020 年 2 月 1 日

资料来源: 中国国家移民管理局, 申万宏源研究

1.3 免税：海南客流锐减，离岛免税全面暂停

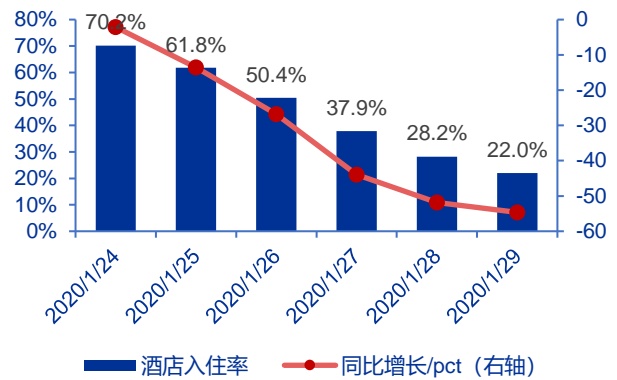
离岛免税线下渠道暂停运营，旅客可选择退货或延迟提货。截至1月26日，海南海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店、三亚国际免税城已宣布暂停营业，28日，美兰机场免税店也宣布暂时关停，线下离岛免税购物渠道全面切断，在岛游客可通过美兰机场免税线上商城购买，并前往机场提货点提货。对于尚未提货的旅客，允许因疫情原因退货并释放所占免税额度，待其重新确定离岛日期后可再次购买；对于不愿或不便退货的旅客，允许旅客三个月内搭乘飞机、火车或轮船离岛时提取所购免税品或经审核退还保证金。

图 6：三亚进出港旅客锐减



资料来源：海南省旅委会，申万宏源研究

图 7：三亚酒店入住率下滑至 22%



资料来源：海南省旅委会，申万宏源研究

为有效防控新型冠状病毒感染肺炎疫情传播，三亚市所有旅游景区于2020年1月26日暂停营业。1月24日-28日，三亚累计接待进出港旅客37.86万人次，同比下滑40.81%，酒店入住率不足30%。2019年春节期间，三亚、海口、琼海三地四家离岛免税店购买人数12.20W(+23.23%)，销售金额6.01亿(+33.56%)，19Q1离岛免税总收入42.4亿，春节期间销售额占比14%。春节期间离岛免税店暂时关停对Q1的免税销售额造成一定影响，但考虑到旅游消费具备需求回补的逻辑，后续可通过提升促销力度进行弥补。

1.4 酒店餐饮：酒店入住率下滑，餐饮节内停业

受居民出行出游人次减少影响，春节期间酒店入住率和餐饮门店就餐人数明显下滑。为防止人员聚集造成疫情加速扩散，包括海底捞、九毛九、巴奴毛肚在内的多家连锁餐饮春节期间宣布暂停营业。酒店方面，华住、锦江、首旅、格林等酒店集团推出免费退改政策，同时华住、开元对旗下部分酒店实施免征加盟管理费，保障加盟业主权益。受疫情影响，各地企业推迟复工时间，预计对1、2月商务活动产生一定的抑制作用，但考虑到我国连锁经济型和中端酒店以商旅需求为主，春节为酒店行业最淡的季节，因此影响相对有限。

表 4：板块内主要餐饮、酒店集团应对疫情措施

名称	应对疫情相关措施	湖北地区门店占比
酒店		
华住集团	1.免收被征用酒店加盟管理费，推行智能化无接触服务；2.春节期间	2.21%

名称	应对疫情相关措施	湖北地区门店占比
	武汉门店提供免费取消保障；通过华住会官方平台预订的客人，入住当天 18:00 之前可免费取消订单，全额退款。	
锦江酒店	武汉地区锦江旗下各品牌酒店提供免费取消	4.43%
首旅酒店	武汉地区酒店提供免费退改保障	3.17%
格林酒店	实行预订免费退改政策，通过任何渠道、在任何地区预订均可享受免费退改服务	
开元酒店	1.春节期间武汉门店提供免费取消保障;2.免收旗下所有委托管理品牌加盟管理酒店(含外部委托管理、特许管理、第三方管理)1月24日至2月29日的管理费，武汉加盟管理酒店免收2020年第一季度的管理费。	
餐饮		
海底捞	1月26-31日，内地116个城市550家店全部暂停营业	3.77%
九毛九	1月26日-30日，全国112家门店全部暂停营业	4.88%

资料来源：各酒店、餐饮集团官网，申万宏源研究

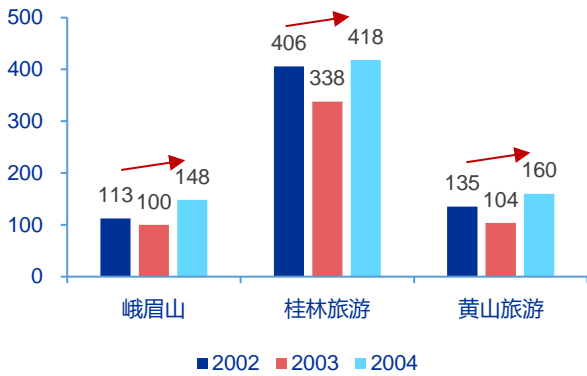
2. 复盘：以史为鉴，从 SARS 及禽流感看市场反馈

2.1 各大疫情对行业短期需求造成冲击，长期影响不强

SARS 事件自 2002 年 12 月首次广东出现至 2003 年 3 月北京发现后，全国人口流动性受到明显影响，至 2003 年 6 月疫情解除期间行业需求受到明显冲击，而禽流感持续时间较短，自 2013 年 3 月末至当年 6-7 月疫情逐步消退。从景区、航空、酒店的数据可以发现，SARS 发生后仅对当期造成一定影响，但同比增速来看第二年即完全回补缺口，后续基本面成长并未受到疫情影响。分板块情况：

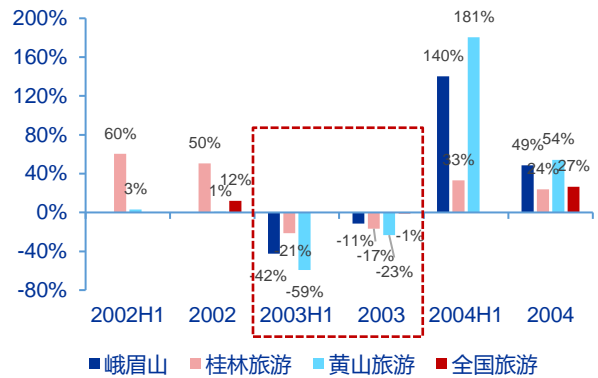
景区：2003 年全年，全国国内旅游人次同比减少 0.9%（2002 年同比增速为 12.01%），主要景区中，2003 年上半年，黄山进山人次/峨眉山购票人次/桂林旅游共接待游客量分别同比-59%/-42%/-21%，全年分别同比-23%/-11%/-17%。从恢复情况来看，黄山/峨眉山/桂林旅游 2004 年接待人次较 2002 年分别增长 18.24%/31.71%/3.15%，全国国内旅游人次同比增长 27%，彼时景区仍处于高速成长期，基本面次年即完全恢复。而 2013 年禽流感期间本身持续时间不长且影响度不及 SARS，其对当年的客流影响远不及 SARS 期间。

图 8: 2002-2004 主要景区公司接待人次 (万人次)



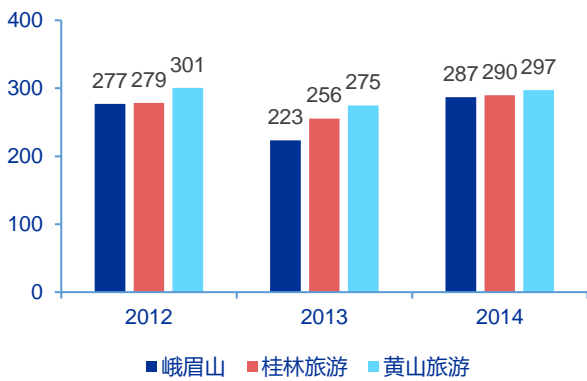
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 9: 2002-2004 主要景区公司接待人次同比增速



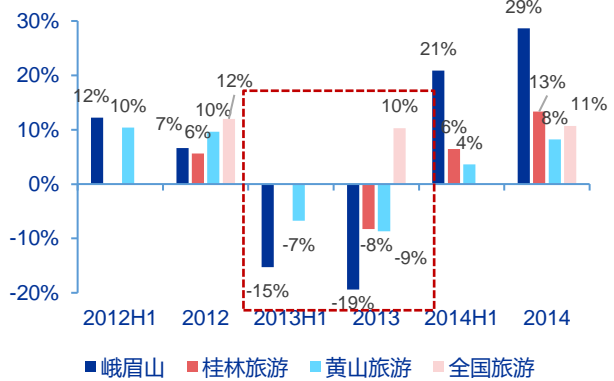
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 2012-2014 主要景区公司接待人次 (万人次)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

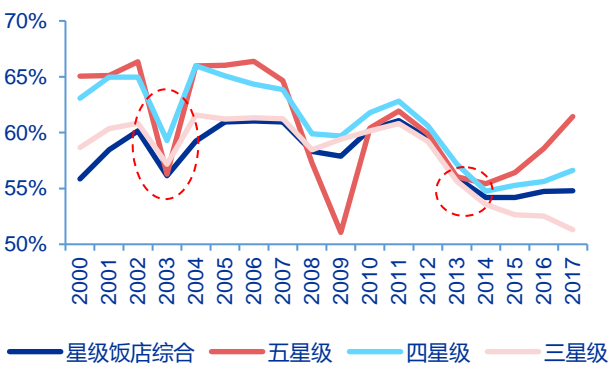
图 11: 2012-2014 主要景区公司接待人次同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

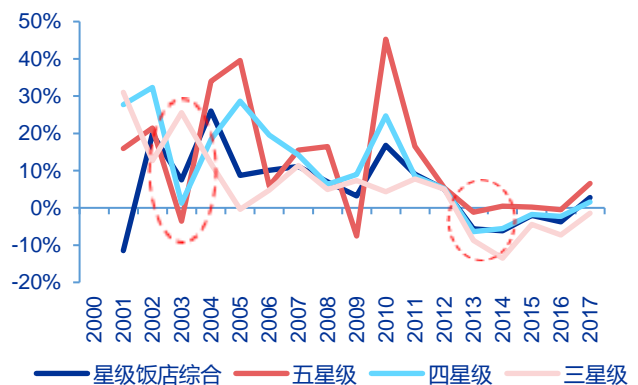
酒店: 考虑到数据追溯问题, 我们采用旅游局公布的星级饭店数据, 需求直接作用于入住率, 2003 年全国星级饭店入住率 56.14%, 同比下滑 4.01pct, 降幅明显, 而 2004 年 59.24% 基本恢复到 2002 年 60.15% 的水平。而 2013 年禽流感时期由于 2012 年“限三公”政策影响, 本身行业整体基本面受到冲击, 疫情影响较弱。

图 12: 中国星级饭店客房出租率



资料来源: 国家旅游局, 申万宏源研究

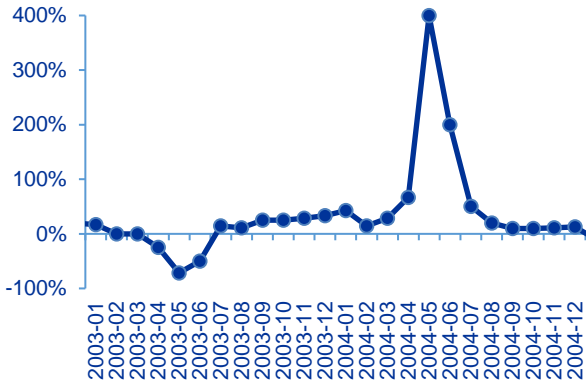
图 13: 中国星级饭店营业收入同比增速



资料来源: 国家旅游局, 申万宏源研究

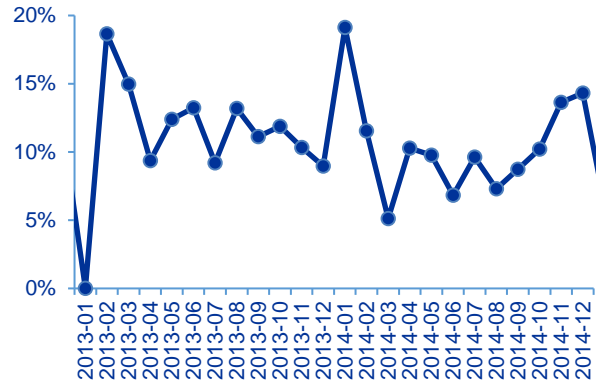
航空：2003年5月民航客运量同比增速达到最低点，至7月增速基本恢复，全年客运量仅同比增长1.16%，预计对当年客运量的影响超过10%；而2013年禽流感期间民航客运量数据波动并不大，影响有限。

图 14：2003-2004 年民航客运量同比增速



资料来源：中国民用航空局，申万宏源研究

图 15：2013-2014 年民航客运量同比增速



资料来源：中国民用航空局，申万宏源研究

对应到**业绩**来看，2003年板块公司主要以传统景区和旅行社为主，因此板块内个股受到的影响较为普遍，其中东方宾馆（现更名为岭南控股）、黄山旅游、大连圣亚2003年扣非净利润转负，2004年逐步恢复到正常水平。2013年星级酒店持续受到“限三公”消费影响，而上市景区公司普遍拥有星级酒店业务，因此除自身增长逻辑更强的中国国旅、宋城演艺、腾邦国际等公司外，其他公司扣非净利润增速较2012年均出现明显下降，但与需求影响类似，其中禽流感疫情影响预计不大。

图 16：2002-2004 年板块主要公司扣非净利润增速情况

		2002H1	2002	2003H1	2003	2004H1	2004
000069.SZ	华侨城A	-2.0%	50.3%	66.9%	-17.4%	41.3%	48.2%
000430.SZ	张家界	-166.4%	390.1%	-74.4%	-12.5%	82.5%	3.6%
000524.SZ	东方宾馆	10.3%	-108.7%	-434.7%	-560.2%	-131.6%	-185.8%
000610.SZ	西安旅游	186.2%	45.8%	-294.7%	-95.8%	-117.1%	1767.5%
000888.SZ	峨眉山A	-43.9%	-11.3%	-328.0%	-4.2%	-217.4%	80.4%
000978.SZ	桂林旅游	55.3%	19.1%	-93.5%	-78.8%	867.7%	264.3%
600054.SH	黄山旅游	-41.7%	-72.5%	-475.0%	-342.5%	-131.8%	-107.0%
600258.SH	首旅股份	-34.6%	6.9%	-67.9%	1.3%	363.3%	22.7%
600593.SH	大连圣亚			-448.8%	-226.9%	-102.0%	-114.3%
600749.SH	西藏圣地	-213.4%	1976.0%	25.6%	-111.8%	-199.1%	676.8%
600754.SH	新亚股份	-40.8%	-16.7%	-66.5%	-1.8%	1843.7%	461.4%

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17: 2012-2014 年板块主要公司扣非净利润增速情况

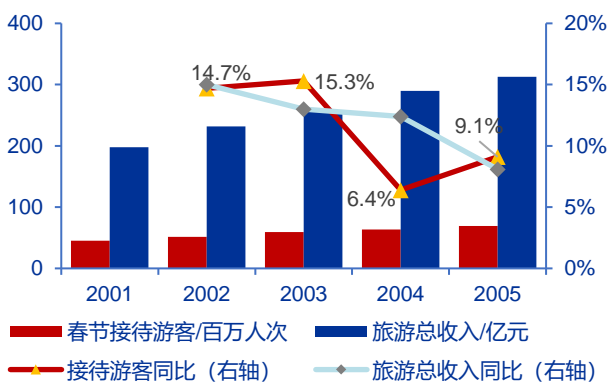
		2012H1	2012	2013H1	2013	2014H1	2014
601888.SH	中国国旅	69.2%	36.9%	39.4%	34.8%	9.1%	15.8%
600754.SH	锦江酒店	-10.7%	-5.0%	-23.1%	-25.6%	-8.8%	-35.2%
300144.SZ	宋城演艺	5.9%	7.0%	17.1%	24.8%	39.9%	23.3%
600054.SH	黄山旅游	0.4%	-8.9%	-48.5%	-39.1%	56.0%	53.9%
000888.SZ	峨眉山A	48.7%	30.1%	-44.9%	-39.6%	93.3%	64.6%
002186.SZ	全聚德	32.5%	16.8%	-29.5%	-17.9%	3.7%	-3.1%
000430.SZ	张家界	51.8%	15.6%	-66.3%	-48.1%	93.5%	21.9%
002033.SZ	丽江旅游	113.8%	104.0%	29.1%	9.8%	-0.8%	16.9%
600258.SH	首旅酒店	19.1%	15.1%	-7.3%	0.1%	-4.8%	-16.5%
000978.SZ	桂林旅游	-19.5%	-18.7%	-366.9%	-112.5%	24.6%	-1018%
601007.SH	金陵饭店	-7.9%	0.7%	-3.5%	-32.1%	-47.5%	-66.1%
300178.SZ	腾邦国际	-21.3%	28.9%	37.6%	41.2%	33.2%	45.5%
000524.SZ	岭南控股	59.2%	34.4%	5.3%	3.9%	-36.7%	-13.2%
600749.SH	西藏旅游	-7.1%	10.4%	17.1%	-36.5%	-16.8%	-502%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2 对标 SARS 时期，疫情后或迎来需求回补

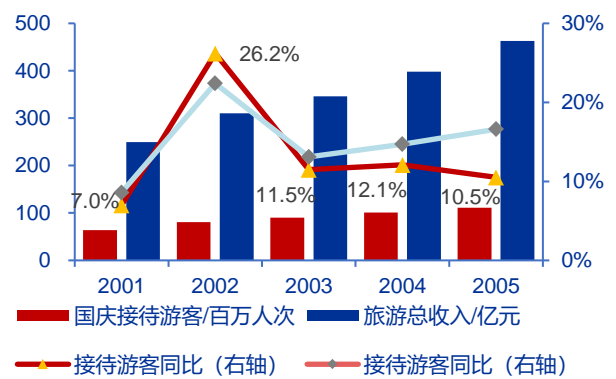
2003 年上半年，受 SARS 疫情影响，“五一”小长假被取消，居民出行出游需求受到较大抑制。7 月疫情逐渐消退后，2003 年国庆黄金周与 2004 年春节黄金周，全国旅游接待总人数分别达到 8999/6329 万人次，同比增长 11.5%/6.4%。由此可见，传染病疫情对居民出游的影响多为短期性压制，待影响逐渐消化后，客流将迅速恢复至正常水平。

图 18: 2001-2005 春节黄金周客流及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 2001-2005 国庆小长假客流及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

SARS 疫情造成主要目的地出国出境客流增速转负，疫情消退后客流出现大幅反弹。同理，SARS 疫情期间，部分国家对主要疫情国公民入境进行限制，日韩、东南亚和欧美各国均对我国居民实施入境口岸检查，另有少部分国家暂停向主要疫情国公民颁发旅游签证，同时，居民本身出境意愿也有所削弱。各国、各地区旅游局数据显示，自 2003 年 4 月起，我国至各国/各地区出境游客明显减少，客流进入负增长，至 2003 年 8 月，疫情逐渐结束，各目的地出境游客恢复正增长，并于 2004 年 4 月起，出现明显反弹。

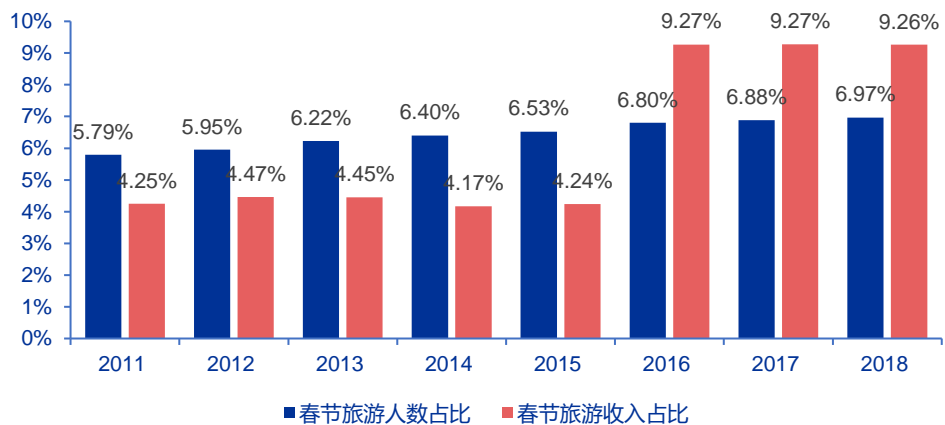
图 20: SARS 疫情消退后, 出境客流增速迅速反弹

国家/地区	中国香港	中国澳门	中国台湾	日本	泰国	马来西亚	印度尼西亚	新加坡	菲律宾	美国	加拿大	澳大利亚
2003年1月	65.1%	72.9%	20.8%	12.2%	1.0%	9.7%	13.0%	24.2%	33.3%	1.1%	4.1%	35.1%
2003年2月	51.3%	38.9%	24.2%	25.3%	9.2%	8.7%	92.7%	9.9%	49.5%	21.2%	4.6%	3.1%
2003年3月	43.2%	49.9%	18.7%	21.0%	1.0%	7.5%	55.1%	26.5%	16.2%	32.2%	6.6%	16.3%
2003年4月	-38.7%	-16.1%	-63.1%	7.9%	-21.1%	-6.2%	-48.6%	-64.0%	33.8%	-36.1%	-9.6%	-37.1%
2003年5月	-42.7%	-24.2%	-95.7%	-69.9%	-90.1%	-92.7%	-49.8%	-92.9%	-63.5%	-63.1%	-9.4%	-75.4%
2003年6月	11.0%	29.5%	-94.4%	-49.0%	-25.9%	-2.7%	-10.3%	-79.6%	8.2%	-50.2%	-49.2%	-57.1%
2003年7月	22.6%	28.7%	-56.3%	26.3%	-1.7%	-68.5%	1.9%	-59.0%	6.6%	28.4%	33.5%	-41.8%
2003年8月	43.4%	51.4%	-37.1%	6.2%	16.3%	-57.9%	27.7%	15.7%	40.3%	16.5%	4.6%	19.3%
2003年9月	28.4%	47.6%	27.0%	5.7%	4.1%	5.4%	-46.7%	22.2%	29.8%	8.4%	23.1%	16.3%
2003年10月	31.2%	54.9%	24.6%	15.6%	7.4%	6.6%	9.0%	1.7%	50.7%	3.4%	8.6%	13.6%
2003年11月	33.3%	48.5%	17.0%	29.3%	7.7%	3.1%	92.7%	19.7%	0.2%	1.5%	5.3%	11.2%
2003年12月	35.5%	45.1%	20.2%	19.9%	10.4%	20.6%	46.8%	21.1%	10.9%	3.7%	0.9%	20.9%
2004年1月	48.5%	57.8%	25.2%	46.1%	39.3%	70.2%	185.9%	27.6%	39.9%	2.0%	9.6%	50.0%
2004年2月	15.6%	58.6%	-38.7%	19.5%	-59.5%	1.1%	-66.5%	-43.3%	15.1%	1.4%	2.1%	-13.3%
2004年3月	47.0%	74.1%	25.7%	11.5%	21.6%	3.6%	16.2%	1.1%	27.1%	47.8%	21.5%	22.4%
2004年4月	182.03%	144.5%	169.9%	33.0%	207.6%	138.9%	349.6%	226.3%	18.6%	98.8%	28.2%	86.3%
2004年5月	212.0%	200.4%	2060.6%	321.6%	761.2%	873.6%	82.4%	1653.2%	210.4%	120.1%	162.3%	422.6%
2004年6月	84.3%	99.5%	2080.9%	221.2%	315.6%	336.5%	61.1%	649.7%	38.9%	72.5%	88.5%	208.9%
2004年7月	67.5%	92.2%	177.2%	96.4%	149.0%	173.4%	37.5%	341.4%	31.1%	15.2%	40.6%	130.1%
2004年8月	30.9%	52.5%	79.5%	29.0%	12.5%	109.4%	28.4%	70.7%	27.1%	0.0%	27.5%	43.8%
2004年9月	19.8%	47.5%	60.9%	22.7%	8.7%	13.3%	71.7%	17.7%	19.7%	0.4%	39.7%	19.3%
2004年10月	22.9%	48.3%	56.7%	10.0%	3.2%	11.9%	15.4%	24.2%	4.8%	7.6%	64.0%	28.1%

资料来源: 各国、各地区旅游局, 申万宏源研究

2019 年春节假期, 全国旅游接待总人数 4.15 亿人次, 同比增长 7.6%; 实现旅游收入 5139 亿元, 同比增长 8.2%。综合近三年春节假期旅游接待情况, 旅游接待人数约占全国内旅游总人数的 6%-7%, 新口径下, 旅游收入占比约 9%-10%。本次春节假期, 受疫情影响, 旅游消费受到短暂压制。但旅游消费具备明显的“需求回补”特征, 参考 03 年“非典”时期情况, 随着疫情逐步得到控制, 居民出行出游情况有望迅速得到恢复。

图 21: 历年春节旅游人次及旅游收入占比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 2016 年开始, 春节黄金周旅游收入统计口径调整, 造成占比提升较多。

通过税收优惠弥补疫情对相关产业造成的损失。2003 年, 针对受非典疫情直接影响比较突出的部分行业, 财政部与国家税务总局联合出台了一系列税收减免政策, 旅游业在一

定时间内享受免征营业税、城市维护建设税、教育费附加的税收优惠。同时，国家旅游局公告暂时退还旅行社部分质量保证金，减轻了疫情期间相关产业的经营负担，对相关产业的业务恢复工作起到了一定的促进作用。

表 5：受“非典”影响的部分行业享受的税收优惠政策

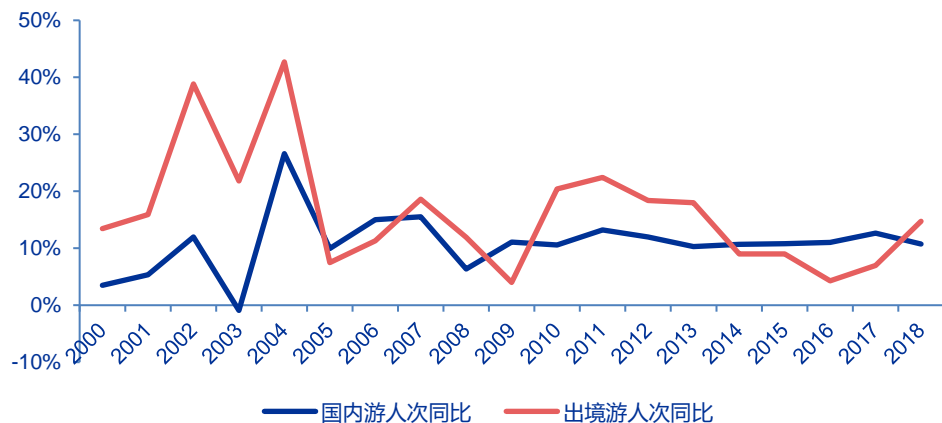
行业	措施
民航旅客运输业务	免征营业税、城市维护建设税、教育费附加
旅游业	
以下政策由省市自治区自行决定实施情况	
餐饮业	减征、免征或缓征营业税、城市维护建设税、教育费附加
旅店业	
出租车司机个人	免征个人所得税或降低征收定额
出租汽车公司	减征、免征或缓征营业税、城市维护建设税、教育费附加
城市公共交通运输公司	

资料来源：国家税务总局，申万宏源研究

备注：对出租汽车公司减免的税收必须全部用于调低出租汽车司机向公司上交的承包费。

长期来看，疫情仅为短期冲击，可选消费紧密跟随人均收入水平。旅游作为典型的可选消费，其发展与居民生活水平高度相关，行业近年来逐步走向消费升级：观光至休闲&境内至境外双向发展。我国国旅游人次增速自 2002 年以来除 2003 年 (-0.91%) 和 2008 年金融危机导致增速下滑 (+6.3%) 外，基本全部维持在两位数，长期来看，短期的冲击对行业长期发展并没有产生核心影响。因此我们认为此次疫情不会对行业未来发展形成压制，同时旅游行业竞争相对充分，短期向下的冲击往往会带来行业过剩供给的加速出清，上市龙头公司在后续恢复中能获得更优的竞争格局。

图 22：2000 年以来我国旅游市场发展平稳



资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

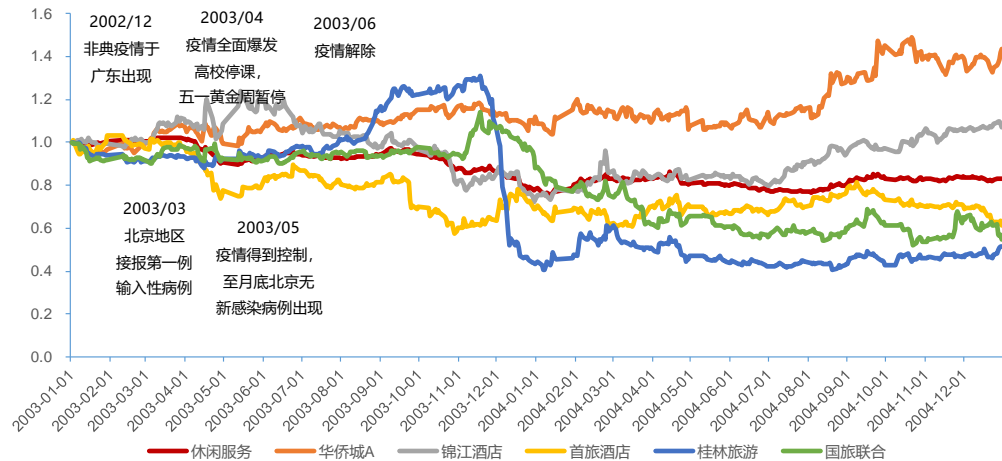
2.3 大盘回顾：后续业绩逐步恢复，估值反映市场预期

SARS 复盘：业绩后续有所恢复但估值水平整体下移。2003 年大盘经历了：1、年初-4 月的资本市场改革预期主导的春季行情；2、4 月 16 日-4 月 25 日：非典主导的市场回

调。3、4月28日-6月13日：长期资金入市落地(QFII、社保委外、企业年金)和恢复经济增长政策兑现驱动的反弹行情。4、6月16日-11月18日：宏观调控收紧和资本市场改革预期有所反复导致的趋势性回调。

板块来看，2003年SARS期间自2003年3月申万休闲服务指数至2003年12月为止基本仍在持续下行。但权重股角度来看，由于彼时景区股成长性突出，除首旅酒店外，龙头股的股价表现普遍优于行业指数，受到的冲击更小，最大的龙头股华侨城A由于基本面扩张逻辑充分，仍获得了绝对收益和相对收益（相对于万得全A（除金融石油石化），下同）。至5月疫情控制达到相对低点后上行，但至7月回升后因业绩原因继续下行。2003年3月至2004年12月底，相对涨跌幅来看，仅华侨城A及锦江酒店获得超额正收益，绝对收益中仅华侨城A为正。股价主要受到估值端的影响，从PE来看，2003年中报后业绩出现明显下行拉高TTM估值，至2004年一季度后开始逐步消化，2004年中报后基数消除，但行业整体估值水平有所下修。

图 23：2003.1.1-2004.12.31 期间行业及前五大市值公司相对涨跌幅情况



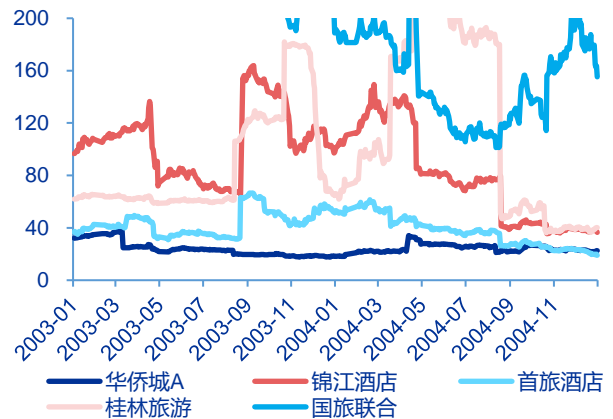
自2003.3.1起		1M	3M	6M	9M	12M	18M
绝对涨跌幅							
801210.SI	休闲服务	-0.49%	-6.48%	-14.28%	-25.31%	-14.28%	-36.30%
000069.SZ	华侨城A	6.20%	7.97%	1.15%	-0.53%	18.81%	2.53%
600754.SH	锦江酒店	8.98%	20.54%	-11.11%	-28.16%	-9.86%	-24.99%
600258.SH	首旅酒店	-0.71%	-16.77%	-23.23%	-42.99%	-33.36%	-37.09%
000978.SZ	桂林旅游	0.86%	3.82%	14.68%	5.81%	-29.92%	-62.22%
600358.SH	国旅联合	4.66%	0.47%	-6.99%	1.63%	-15.84%	-47.78%
881003.WI	万得全A (除金融石油石化)	-1.61%	1.56%	-8.43%	-13.64%	3.95%	-20.37%
相对涨跌幅							
801210.SI	休闲服务	1.12%	-8.04%	-5.85%	-11.67%	-18.23%	-15.92%
000069.SZ	华侨城A	7.82%	6.41%	9.58%	13.11%	14.86%	22.90%
600754.SH	锦江酒店	10.59%	18.98%	-2.68%	-14.52%	-13.81%	-4.61%
600258.SH	首旅酒店	0.90%	-18.33%	-14.79%	-29.35%	-37.31%	-16.72%
000978.SZ	桂林旅游	2.47%	2.26%	23.11%	19.45%	-33.87%	-41.85%
600358.SH	国旅联合	6.27%	-1.09%	1.44%	15.27%	-19.79%	-27.41%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：相对涨跌幅为相对于万得全A（除金融石油石化），市值前五大以2003.1.1市值为准

图 24: 2003-2004 申万休闲服务指数 PE (TTM)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

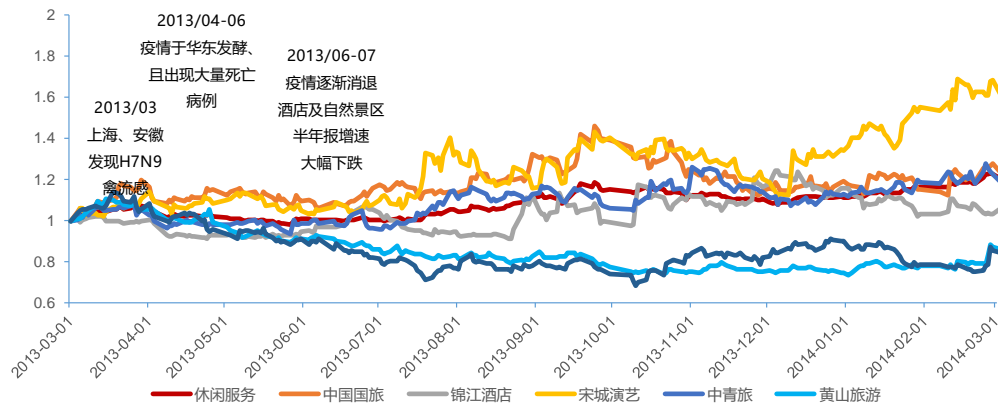
图 25: 2003-2004 行业前五大市值公司 PE (TTM)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 市值前五大判定依据以 2003.1.1 市值为准

禽流感复盘: 整体股价影响并不大, 自身基本面因素更强。2013 年禽流感期间, 同样是自疫情大规模爆发的 4 月开始板块公司出现明显的相对下跌, 但板块相对跌幅 3 个月内仅 5.69%, 其后则迅速回升。权重股来看, 2013 年 7 月后各公司股价明显回升, 恢复期较短。而由于疫情主要发生在华东地区, 因此对黄山旅游的业绩影响更大。权重股中, 宋城演艺由于自身存在扩张逻辑, 自 2013 年 3 月 31 日后的 1 年内, 绝对涨幅高达 65%。**估值角度,**一方面, 宋城演艺估值业绩双向提升, 带动行业估值出现上行, 另一方面, 2013 年传统景区股逐步从成长股向价值股切换, 现金流优异下市场估值更注重长期稳定性, 短期业绩影响不大, 因此相对估值在疫情影响下有一定上行。整体来看禽流感持续时间和影响远不及 SARS, 整体来看影响不大, 更多的是自身基本面逻辑。即疫情如果快速得到控制, 则对股价的影响并不显著, 基本延续自身走势。

图 26: 2013.3.1-2014.12.31 期间行业及前五大市值公司相对涨跌幅情况

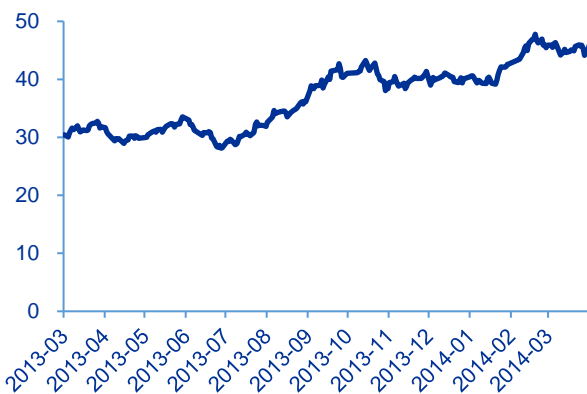


自2013.3.31起		1M	3M	4M	5M	6M	12M
绝对涨跌幅							
801210.SI	休闲服务	-6.83%	12.88%	-4.80%	7.85%	17.84%	8.79%
601888.SH	中国国旅	-6.52%	10.50%	-7.77%	14.39%	27.02%	1.92%
600754.SH	锦江酒店	-9.18%	-1.86%	-7.40%	17.12%	9.15%	3.92%
300144.SZ	宋城演艺	-4.66%	-9.94%	17.28%	8.27%	38.54%	64.88%
600138.SH	中青旅	-9.19%	15.40%	3.65%	11.31%	10.06%	20.93%
600054.SH	黄山旅游	-8.35%	24.32%	23.65%	19.05%	19.72%	10.97%
881003.WI	万得全A (除金融石油石化)	-2.58%	-7.19%	-2.75%	3.74%	9.42%	5.37%
相对涨跌幅							
801210.SI	休闲服务	4.25%	-5.69%	-2.05%	4.11%	8.42%	13.42%
601888.SH	中国国旅	3.94%	-3.30%	-5.02%	10.65%	7.60%	3.45%
600754.SH	锦江酒店	-6.60%	5.34%	-4.65%	3.38%	-0.26%	8.55%
300144.SZ	宋城演艺	2.08%	-2.75%	20.03%	4.53%	29.13%	59.51%
600138.SH	中青旅	-6.61%	-8.21%	6.40%	7.57%	0.65%	15.56%
600054.SH	黄山旅游	5.78%	-7.12%	-20.90%	-22.79%	-29.13%	-16.34%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

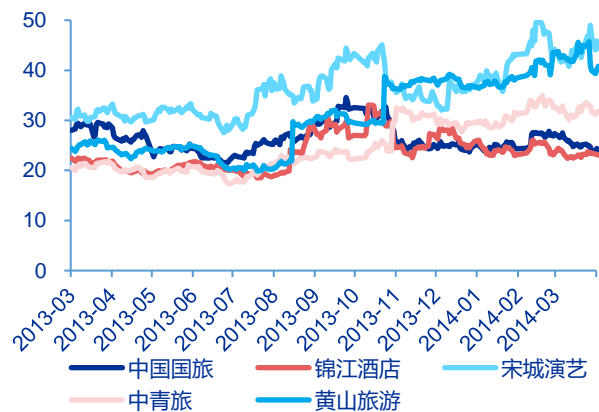
注: 相对涨跌幅为相对于万得全 A (除金融石油石化), 市值前五大判定依据以 2013.1.1 市值为准

图 27: 2013-2014 申万休闲服务指数 PE (TTM)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 28: 2013-2014 行业前五大市值公司 PE (TTM)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 市值前五大判定依据以 2013.1.1 市值为准

3. 测算：疫情对板块内公司影响的敏感性分析

3.1 休闲服务行业季节性明显，一季度影响对全年有限

尽管春节作为黄金周为旅游旺季，但除春节外其他时间一季度普遍为行业淡季，此次新型冠状病毒感染肺炎疫情发生在一季度，同等疫情时间情况下预计年化影响要小于 SARS。我们首先对需求端，即客流情况进行情景分析，分行业来看：

出入境客流 (主要影响机场免税)：2018 年春节出入境人次日均 162.53 万人次，2018 年全年出入境 6.51 亿人次，出入境方面春节效应并不明显。因此我们以季节效应不明显的出入境客流为基准，考虑 1 月 23 日前基本需求仍未出现明显抑制，因此**乐观假设预期此次疫情对一季度客流影响-30% (即影响约 1 个月客流)**，**悲观假设为-60% (即影响近 2 个月客流，参考 SARS，从 3 月中下旬真正受到关注，至 5 月底北京新增 SARS 病例首现零记录共经历 2 个月左右的时间)**，**中性假设为-45%，(影响指与原 2020 年盈利预测相比的边际变化，下同)**。对其他行业进行系数折算：

景区：2018 年峨眉山春节接待人次 21.8 万人次，占全年比重约 7%；黄山春节接待 12.32 万人次，全年 338 万人次，占比 4%，存在春节效应。按系数折算后乐观情况下黄山全年影响营收-5.5%，峨眉山为-8.5%，符合假设；

海南：2019 年春节海南四家免税店销售额共 6.01 亿元，全年 134.9 亿元，春节占比 4.46%。离岛免税更重要的是转化率和客单价的提升，因此除停业外，销售额影响要低于客流影响；

出境游：出入境人次中 50%为商旅出行，休闲出行预计春节影响更多；

酒店：春节为最行业淡季，因此影响较小；连锁酒店行业约 60%需求为商旅需求，商旅需求在春节期间的的影响预计要弱于剩余 40%的休闲需求，因此给予商旅需求一定的折算系数，假设商旅需求的影响仅为休闲需求的 60%；

餐饮：考虑到长短途与高低频对需求的影响，餐饮客流在同等情况下影响预计要小于其他子行业。

表 6：一季度各细分行业客流预计影响情况

	换算系数	悲观	中性	乐观
机场出入境	100%	-60%	-45%	-30%
海南地区	120%	-72%	-54%	-36%
出境游	120%	-72%	-54%	-36%
景区	120%	-72%	-54%	-36%
酒店	90%	-41%	-31%	-21%
餐饮	60%	-36%	-27%	-18%

资料来源：申万宏源研究

3.2 细分行业杠杆不同，租金、人工为最核心成本压力

景区：目前全国中大型景区基本暂停开放，尽管对收入造成较大影响，但因为上市景区公司的年净利润率普遍在 20% 以上，因此其杠杆（净利润变化率/营收变化率，下同）相对其他行业公司并不高，若二季度能够逐步恢复，我们预计营收影响在 -5~-20% 之间，而我们预计利润全年影响在 -10%~-25% 左右。当前景区股多采用 DCF 估值，因此整体估值对单一年份的利润敏感度较小，自然资源属性带来的核心壁垒不会因疫情改变，长期角度依然是现金牛行业。

基本假设：

- 1、假设营业成本和销售费用（除员工薪酬外）为可变成本；
- 2、黄山、峨眉山、丽江由于 2018 年有门票降价影响，因此历史数据参考 2017 年。

表 7：新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点景区公司 2020 年影响测算

		营收影响			利润影响			杠杆
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
600054.SH	黄山旅游	-11.0%	-8.2%	-5.5%	-16.3%	-12.2%	-8.1%	1.49
000888.SZ	峨眉山 A	-16.9%	-12.7%	-8.5%	-30.8%	-23.1%	-15.4%	1.82
002033.SZ	丽江旅游	-15.0%	-11.2%	-7.5%	-24.3%	-18.3%	-12.2%	1.63
300144.SZ	宋城演艺	-16.0%	-12.0%	-8.0%	-18.5%	-13.9%	-9.3%	1.16
603199.SH	九华旅游	-16.8%	-12.6%	-8.4%	-29.1%	-21.8%	-14.5%	1.73
603136.SH	天目湖	-13.3%	-9.9%	-6.6%	-21.6%	-16.2%	-10.8%	1.63

资料来源：申万宏源研究

酒店：此次疫情对酒店的影响分为对需求影响和开店影响：

1、RevPAR 影响：

(1) 人口流动性主要影响入住率，但实际操作中经营方会通过降低 ADR 来缓解入住率的下降，由于双变量作用下不好判断，因此直接考虑客流仅对入住率造成影响。

(2) 酒店需求中 60% 为商旅需求，其影响预计要弱于休闲需求。

2、开店影响：

一方面疫情对上半年开店会造成直接影响，但另一方面，疫情后会加速单体酒店业主选择加盟商（成本管控更好，管理统一），行业加速集中。我们假设综合影响当年 20% 的开店进程（实际收入和利润影响并没有这么高，大部分开店为加盟店，且开店前 6 个月为培育期，本身利润贡献不多）。

综合上述影响计算，我们预计酒店公司利润影响 -15%~-30%。本身酒店 Q1 为淡季，春节最淡，建议年中逐步观察恢复情况以及商旅需求的拐点机会。美团等 OTA 酒店预订业务同步酒店需求影响。

表 8：新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点酒店公司 2020 年影响测算

		RevPAR 影响			利润影响			弹性
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
600258.SH	首旅酒店	-9.25%	-6.94%	-4.62%	-29.09%	-22.77%	-16.46%	3.14
600754.SH	锦江酒店	-9.08%	-6.81%	-4.54%	-30.52%	-22.89%	-15.26%	3.36

资料来源：申万宏源研究

注：弹性为利润变化率/RevPAR 变化率

免税：中国国旅大部分为可变成本，因此杠杆较低，同时近年来免税的高增速更多的是来自于转化率和客单价的双提升，而非客流，因此我们预计免税是板块内影响偏小的行业。分部假设下，我们预计海南地区年化影响利润在-10%~-25%左右，而机场免税我们预计在-7~-16%之间，整体利润影响我们预计仅-8%~-18%，若后续继续提升促销手段，预计将回补此次影响。

基本假设：

1、假设公司在客流受到影响情况下加大促销，Q2-Q4 促销带来的转化率*实际客单价会对营收额外贡献 2%的增量。

表 9：新型冠状病毒感染肺炎疫情对中国国旅主要标段 2020 年影响测算

标段	营收影响			利润影响			杠杆
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
三亚	-21.9%	-16.1%	-10.3%	-21.9%	-16.1%	-10.3%	1.00
本部	-16.0%	-11.7%	-7.3%	-16.0%	-11.7%	-7.3%	1.00
北京	-18.2%	-13.3%	-8.4%	-18.2%	-13.3%	-8.4%	1.00
上海	-16.9%	-12.3%	-7.7%	-16.9%	-12.3%	-7.7%	1.00
中国香港	-17.0%	-12.4%	-7.8%	-17.0%	-12.4%	-7.8%	1.00
白云	-17.0%	-12.4%	-7.8%	-17.0%	-12.4%	-7.8%	1.00
海免	-21.9%	-16.1%	-10.3%	-21.9%	-16.1%	-10.3%	1.00
合计	-18.6%	-13.6%	-8.6%	-18.6%	-13.6%	-8.6%	1.00

资料来源：申万宏源研究

出境旅行社：大型 OTA 和旅行社陆续推出免费取消服务，尽管国内航司已表明可免费退票，但目前大多数国际航空公司及境外资源并没有给出退订方案，因此对于旅行社行业来讲存货风险较大。上市公司尽管成本有一定压力，全年利润影响我们预计在-20%~-40%之间，但我们认为旅行社行业本身净利润率较低（2-3%），中小竞争者预计面临大洗牌，后续恢复过程中集中度有望进一步提升。

基本假设：

1、出境游板块本身成本基本均为可变成本，但考虑到部分海外酒店、航空为提前预定但无法取消，因此仍需要考虑有部分损耗。假设成本中的损耗率为 10%（龙头对资源议价能力要强于中小旅行社，因此预计中小旅行社损耗率要高于上市公司）。

表 10：新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点出境旅行社 2020 年影响测算

		营收影响			利润影响			杠杆
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
002707.SZ	众信旅游	-13.4%	-10.1%	-6.7%	-54.6%	-41.0%	-27.3%	4.07
000796.SZ	凯撒旅业	-14.5%	-10.9%	-7.2%	-42.1%	-31.6%	-21.1%	2.91

资料来源：申万宏源研究

餐饮：租金来看，海底捞相对占比极低，而九毛九大部分门店采取浮动租金模式，结合万达等地产宣布免租方案，预计该成本影响低于市场预期，但由于上市餐饮公司人力更加规范，劳务派遣、临时工等模式并不多，因此人工成本在突发利空下将成为较大的影响，我们预计全年利润影响在-12%~-40%之间。海底捞及九毛九上市后在手资金较为充裕，我们预计影响小于非上市公司。而对于美团的外卖业务，需求转移下我们认为存在小幅利好。

基本假设：

- 1、餐饮行业可变成本主要为原材料、水电煤及员工绩效（原材料理论上存在库存损失，但考虑到周转较快，此处全年影响基本不考虑）；
- 2、考虑人工成本是否全部为固定成本：即使不考虑临时工问题，停业也会影响当月的绩效考核，对于激励相对较高的餐厅，员工薪酬会受到较大的影响，假设上市餐饮公司员工薪酬中 40%为绩效。
- 3、租金方面，海底捞及九毛九门店选址普遍为中大型购物中心或商业地产，目前已有多家商业地产表示将减轻或直接免除停业期间租金，因此假设预计有 60%的租金可以减免。

表 11：新型冠状病毒感染肺炎疫情对重点餐饮公司 2020 年影响测算

		营收影响			利润影响			杠杆
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
6862.HK	海底捞	-7.8%	-5.8%	-3.9%	-23.7%	-17.8%	-11.8%	3.04
9922.HK	九毛九	-10.7%	-8.0%	-5.4%	-39.3%	-29.5%	-19.7%	3.67

资料来源：申万宏源研究

3.3 投资建议与风险提示

尽管春节作为黄金周为旅游旺季，但此次新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响目前发生在行业淡季。我们认为从**利润影响排序：餐饮=旅行社>酒店>景点>免税**；我们认为从**估值角度排序：酒店>旅行社>餐饮>景点>免税**，主要由于相对估值法下，酒店由于周期性更强，因此市场对未来的判断更短，因此对 1-2 年内利润更加看重，而景区更多为净现金流估值，单一年份利润影响不大。因此我们依然重点推荐：景区成长股**宋城演艺**及影响偏小的**中国国旅**。建议关注美团点评、天目湖、峨眉山 A

风险提示：新型冠状病毒感染肺炎疫情程度超出市场预期；景区、餐厅关停时间进一步延长；原材料成本由于疫情上行风险等。

表 12: 行业重点公司估值

行业	公司	代码	股价/元 2020/1/23	市值 亿元	EPS/元			PE		
					E19	E20	E21	E19	E20	E21
景区类	黄山旅游	600054.SH	8.70	58.32	0.68	0.71	0.71	13	12	12
	丽江旅游*	002033.SZ	5.80	31.87	0.30	0.33	0.36	19	18	16
	峨眉山 A	000888.SZ	6.28	33.09	0.41	0.46	0.52	15	14	12
	张家界	000430.SZ	4.91	19.88	0.10	0.12	0.12	49	41	41
	宋城演艺	300144.SZ	26.94	391.33	1.02	1.09	1.29	26	25	21
	长白山*	603099.SH	8.65	23.07	0.30	0.37	0.42	29	23	20
	九华旅游	603199.SH	21.93	24.27	0.97	1.15	1.32	23	19	17
	天目湖	603136.SH	22.88	26.54	0.98	1.06	1.13	23	22	20
	桂林旅游*	000978.SZ	5.01	18.04	0.17	0.25	0.32	29	20	16
	三特索道*	002159.SZ	11.23	15.57	0.26	0.45	0.69	44	25	16
	大连圣亚	600593.SH	40.60	52.29	0.45	0.45	0.55	90	90	74
	云南旅游*	002059.SZ	4.75	48.09	0.27	0.29	0.31	18	16	15
	景区类平均估值 (市值加权)								29	27
酒店类	首旅酒店	600258.SH	17.20	169.89	1.01	1.26	1.56	17	14	11
	锦江股份	600754.SH	26.05	227.70	1.13	1.29	1.55	23	20	17
	岭南控股	000524.SZ	7.14	47.85	0.34	0.37	0.39	21	19	18
酒店类平均估值 (市值加权)								21	18	15
餐饮类	全聚德	002186.SZ	10.04	30.97	0.27	0.29	0.31	37	35	32
	广州酒家	603043.SH	26.61	107.50	1.14	1.50	1.95	23	18	14
餐饮平均估值 (市值加权)								26	22	18
旅行社	凯撒旅业	000796.SZ	7.54	60.55	0.24	0.32	0.37	31	24	20
	腾邦国际	300178.SZ	4.27	26.32	0.34	0.45	0.52	13	9	8
	众信旅游	002707.SZ	5.50	48.35	0.23	0.33	0.36	24	17	15
旅行社平均估值 (市值加权)								25	18	16
免税	中国国旅	601888.SH	82.00	1601.03	2.46	2.69	3.08	33	30	27
免税平均估值 (市值加权)								33	30	27

资料来源: Wind, 申万宏源研究, 标*公司为 wind 一致预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	15999696711	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。