

【天风商社】旅游行业18年中期策略

——拥抱龙头，掘金低估个股

天风商社团队

刘章明 SAC执业证书：S1110516060001

行业评级：强于大市

风险提示：极端天气影响、行业增速不及预期。

日期：2018年8月10日



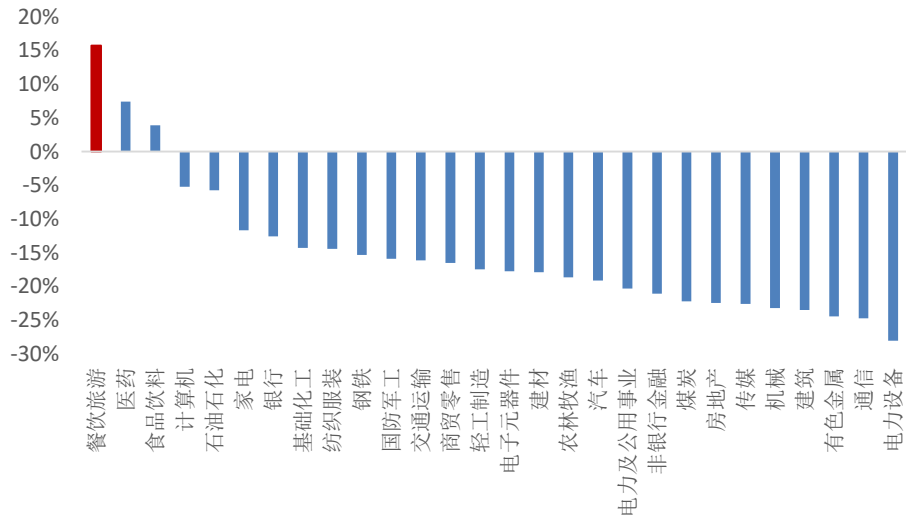
板块估值低于历史均值，领涨各大行业

18年至今餐饮旅游板块于2月反弹，除4月及6月受市场影响出现一定下滑，截至7月16日呈现整体向上趋势，

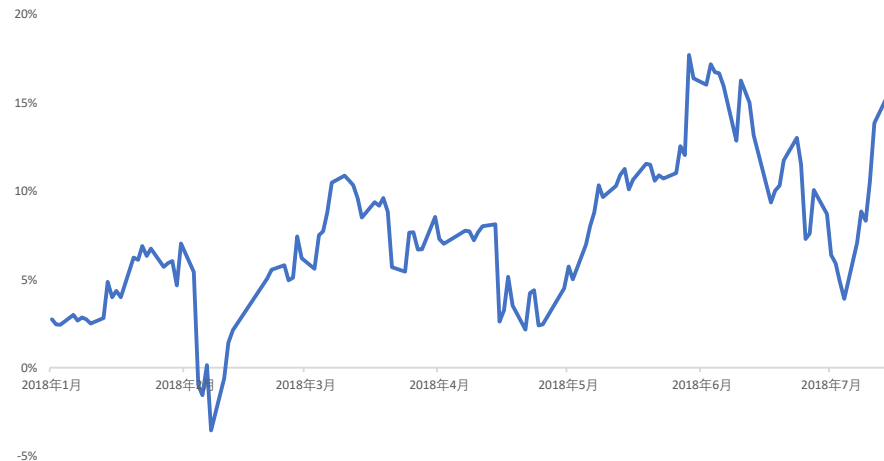
2018年截止7月16日，按照中信餐饮旅游一级指数，行业PE39倍，由于板块中小规模企业居多，业绩规模较小、资源禀赋端稀缺性等因素致使行业估值相对较高，在市场因素影响下，板块估值近两年回落，低于历史均值。

从各板块涨跌幅对比来看，受益于板块权重较大免税、酒店良好表现，餐饮旅游行业涨幅据各大行业之首。

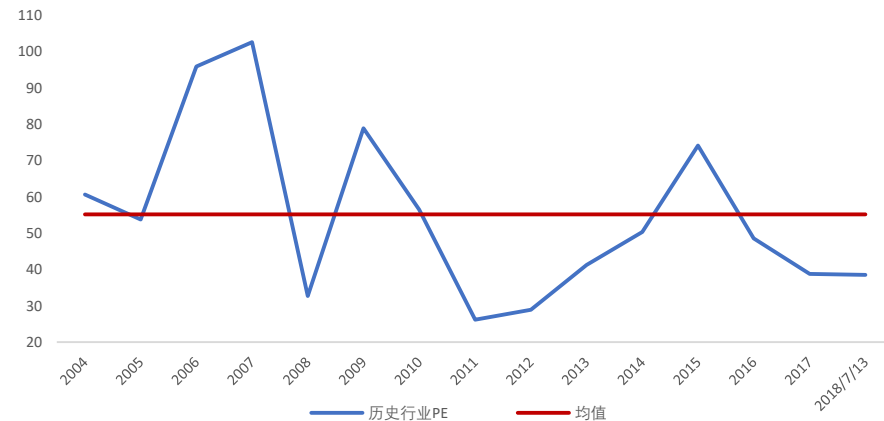
2018年至今餐饮旅游板块涨跌幅领涨各板块



2018年至今餐饮旅游板块股价整体趋势向上



餐饮旅游板块PE进一步回落，低于历史均值



免税涨幅一骑绝尘，酒店板块表现较为稳健

依照各公司2018年WIND业绩预测增长率，其中腾邦国际、中国国旅表现抢眼，增长幅度达30%以上。

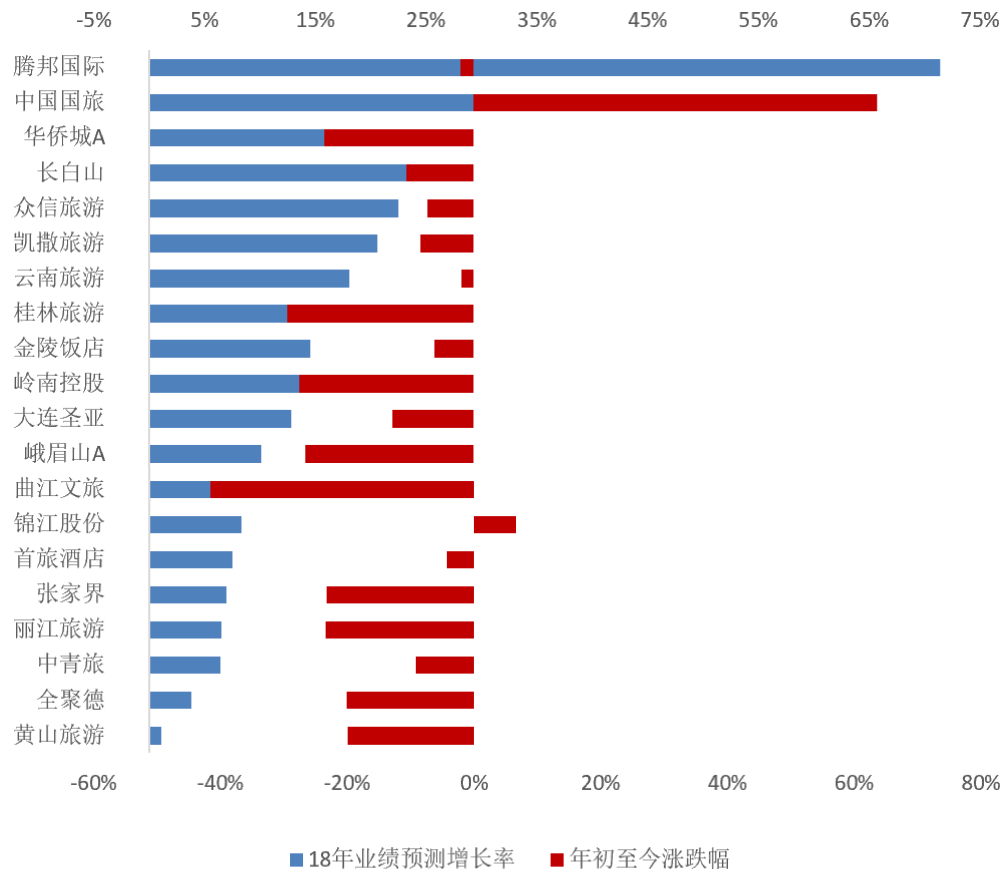
从18年至今涨跌幅情况来看，免税龙头凭借行业高市占率、业绩高增长性等因素表现抢眼，涨幅超60%。

酒店自17年步入新一轮成长周期，其中首旅、锦江为代表的酒店龙头表现较为稳健。

结合2018年业绩预测增速及年初至今股价涨跌幅来看，具有资源整合的高成长性、且拥有独特资源禀赋兼具低估值的行业龙头表现较为稳健。

建议继续关注自身具有稀缺资源禀赋或积极推进内部资源整合、外延并购扩张，兼具业绩保证及低估值的细分行业龙头。

截至7月16日各公司2018业绩预测增长率及年初至今涨跌幅情况



展望下半年，旅游板块主要从3条主线精选投资标的：



顺势而上，有排他性核心竞争优势的核心资产标的。

重点关注：中国国旅（免税垄断性龙头+国内消费回流+国家免税行业发展空间）；



行业景气度回暖，受益消费升级大趋势的企业标的。

重点关注：酒店板块—首旅酒店、锦江股份（行业：消费升级下经济型酒店转型升级、中端崛起；平均房价提升空间依旧；加盟扩张规模效应）出境游板块—众信旅游



估值相对历史低位、受益于政策利好的资源整合标的。

重点关注：中青旅（实际控制人变更、20%古北水镇变更事宜）



此外，建议关注具有独特商业模式新兴服务业公司。

科锐国际、风雨筑、力盛赛车。（人力资源、数字文化展示、赛车等新兴领域稀缺公司）

重点公司估值表

子行业	代码	简称	收盘价	股本 亿股	市值 亿元	净利润				PE			
			2018/7/20			2017	18E	19E	20E	2017	18E	19E	20E
景区	600749.SH	西藏旅游	9.35	2.27	21	-0.8	0.1	0.1	0.1	-27	364	325	295
	002033.SZ	丽江旅游	7.59	5.49	42	2	2.2	2.3	2.5	20	19	18	16
	000430.SZ	张家界	6.75	4.05	27	0.7	0.5	0.6	0.7	41	53	43	37
	600054.SH	黄山旅游	11.55	7.47	77	4.1	4.4	5.1	5.9	19	18	15	13
	000888.SZ	峨眉山A	7.9	5.27	42	2	2.1	2.3	2.5	21	20	18	17
	600138.SH	中青旅	18.61	7.24	135	5.7	6.9	8.2	9.7	24	19	16	14
	002059.SZ	云南旅游	7.28	7.31	53	0.7	1.1	1.3	1.5	74	51	41	36
	603099.SH	长白山	10.59	2.67	28	0.7	0.6	0.7	0.8	40	44	39	34
	000978.SZ	桂林旅游	5.92	3.6	21	0.5	0.8	1.1	1.4	40	26	20	15
	600706.SH	曲江文旅	11.67	1.8	21	0.6	0.8	0.9	1.1	34	28	23	20
	600593.SH	大连圣亚	24.52	1.29	32	0.6	0.7	0.8	1	57	47	39	32
000610.SZ	华侨城A	6.39	82.04	524	86.4	107.3	131.2	157.4	286	216	185	162	
景区平均估值（已剔除极值）											30	24	20
免税	601888.SH	中国国旅	73.46	19.52	1434	25.3	39.9	49.6	59.4	57	36	29	24
	600754.SH	锦江股份	34.32	9.58	300	8.8	11.4	14.3	17.7	34	26	21	17
酒店	600258.SH	首旅酒店	25.56	9.79	250	6.3	8.4	10.3	12.4	40	30	24	20
	000524.SZ	岭南控股	8.24	6.7	55	1.8	2.1	2.5	2.9	31	26	22	19
酒店平均估值											27	22	19
出境游	000796.SZ	凯撒旅游	10.45	8.03	84	2.2	3.8	4.8	5.7	38	22	18	15
	300178.SZ	腾邦国际	12.74	6.17	79	2.8	3.9	5.1	6.3	28	20	15	13
	002707.SZ	众信旅游	9.98	8.5	85	2.3	3.2	4.1	5	36	27	21	17
出境游平均估值											23	18	15
新兴服务业	002186.SZ	全聚德	14.21	3.08	44	1.4	1.5	1.7	1.7	32	29	27	25
	300526.SZ	中潜股份	13.81	1.71	24	0.4	0.6	0.7	0.9	55	42	34	27
	603466.SH	风语筑	27.09	2.92	79	1.8	2.7	3.9	4.9	45	29	20	16
	603896.SH	寿仙谷	47.38	1.43	68	0.9	1.1	1.3	1.6	76	62	51	43
	300592.SZ	华凯创意	12.13	1.22	15	0.5	0.6	0.7	0.8	28	25	21	19
	300662.SZ	科锐国际	21.95	1.8	40	0.7	1.2	1.8	2.6	53	33	22	15
002858.SZ	力盛赛车	17.51	1.26	22	0.4	0.5	0.6	0.8	54	44	35	29	

7月17日，国务院国资委召开中央企业、地方国资委负责人视频会议，对下半年重点工作进行部署，**会议指出加快推进免税业务等专业化整合，提升资源配置效率，以重组整合为契机，深化企业内部改革。**目前，在我国 5 家获准在口岸和市内经营免税品业务的企业中，**中免是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。**中免已完成对日上中国、日上上海收购，**有望在下半年继续受益行业资源整合利好。**

时间	相关部门	具体内容
2015年4月	国务院常务会议	提出部署完善消费品进出口相关政策，丰富国内消费者购物选择
2015年8月	国务院	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点。符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策
2016年2月	财政部等五部委	联合发布关于口岸进境免税店政策的公告，决定增设19个口岸进境免税店，同时将免税额从5000元增至8000元
2016年3月	中国海关	4月8日起，海关将实施关税新政，对跨境消费限制、跨境电子商务等将实行最严征税。跨境电子商务零售进口商品单次交易限制为2000元人民币，个人年度交易限制为20000元人民币
2016年3月	十三五规划	十三五规划提出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用。积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心

名称	种类	经营范围
中免集团	全国性运营商	在全国30个省、市、自治区（包括港澳台地区）设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型200多家免税店；同时具有海南离岛免税经营资格
日上免税行	已被中免收购	北京首都国际机场（T3）、上海浦东国际机场（T1、T2）和上海虹桥国际机场（T1）出入境免税店
深免集团	区域性运营商	深圳主要口岸
珠免集团	区域性运营商	珠海主要口岸
海免集团	海南离岛免税运营商	海南美兰国际机场离岛免税店

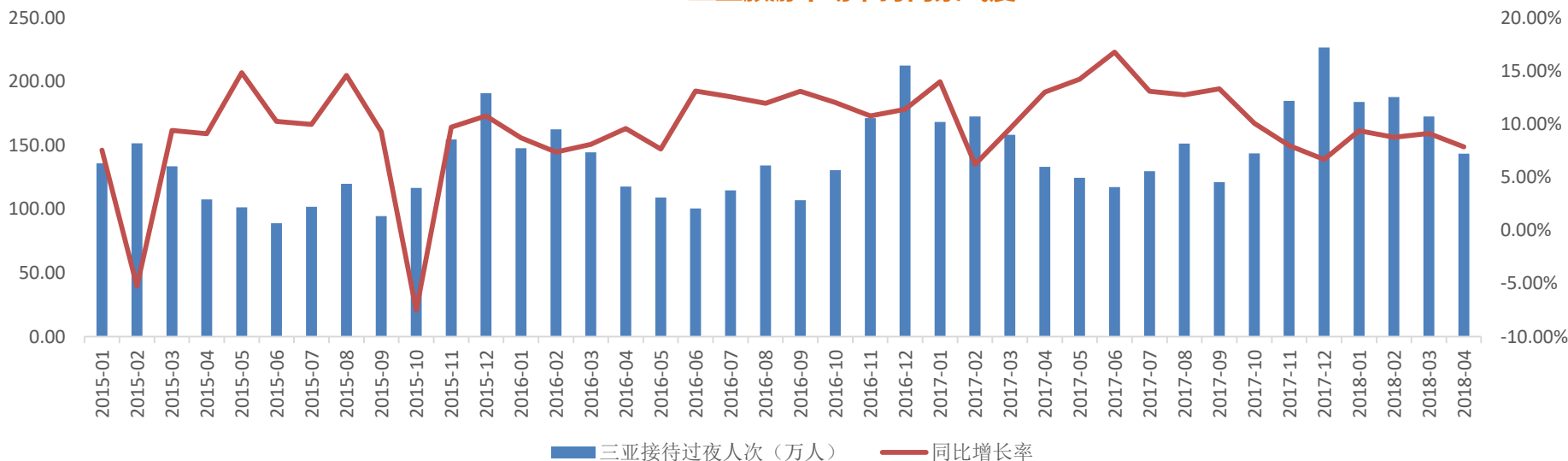
离岛免税业务收益三亚旅游市场繁荣。2017年以来，三亚旅游人数维持高景气度，带来离岛免税购物人次的增加。亚特兰蒂斯项目开业，地理位置临近有望产生协同效应，带动免税销售额增长。

离岛免税政策放宽助力销售额增长。自2011年离岛免税政策实施后，国家多次调高免税限额、购物次数，放宽购物对象范围，驱动销售额增长效果显著。在国家鼓励消费回流及海南建省30周年背景下，下半年政策有望再度放宽。

离岛市内免税店或将再迎利好，海南省七届政府第二次全体会议介绍，海南今年下半年将出台国际旅游消费中心建设实施方案，推动海口市免税店开业、琼海免税店开工。

海南离岛免税继续维持向好发展。建设国际旅游消费中心作为海南四大战略之一，离岛免税是其中重要的发展方向，据近日中国新闻网数据，今年上半年海南免税累计参购147.3万人次，销售703.4万件，金额52.9亿元，分别增长22.6%、32.2%、24.1%。

三亚旅游市场维持高景气度

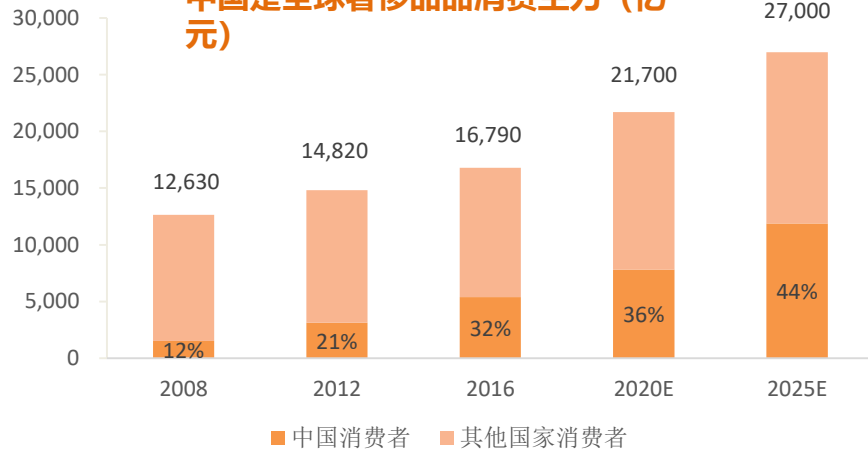


政策支持行业快速增长，市内免税成未来发展新期待

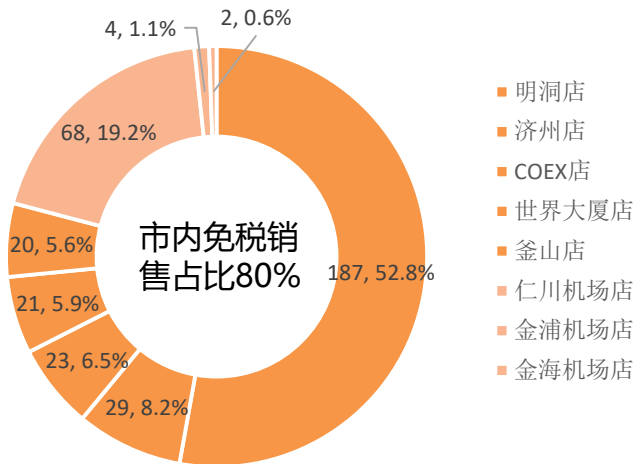
国家政策引导海外消费回流对行业长期利好。我国消费者免税品购买力强劲，是全球免税品消费主力。国家政策引导海外消费回流将带来销售额快速增长。

对标韩国，市内免税或将开启行业发展新阶段。韩国于1979年开放市内离境免税业务，市内免税以其购买便捷、取货方便、消费体验更佳的特点，贡献销售额五成以上，带动韩国免税业快速发展。中国未来有望放开市内免税政策，市内免税或带来行业新的增长点。

中国是全球奢侈品消费主力 (亿元)



乐天占据韩国免税业四成市场份额，市内免税贡献80% (亿元)



我国免税销售额近两年增速整体趋势向上

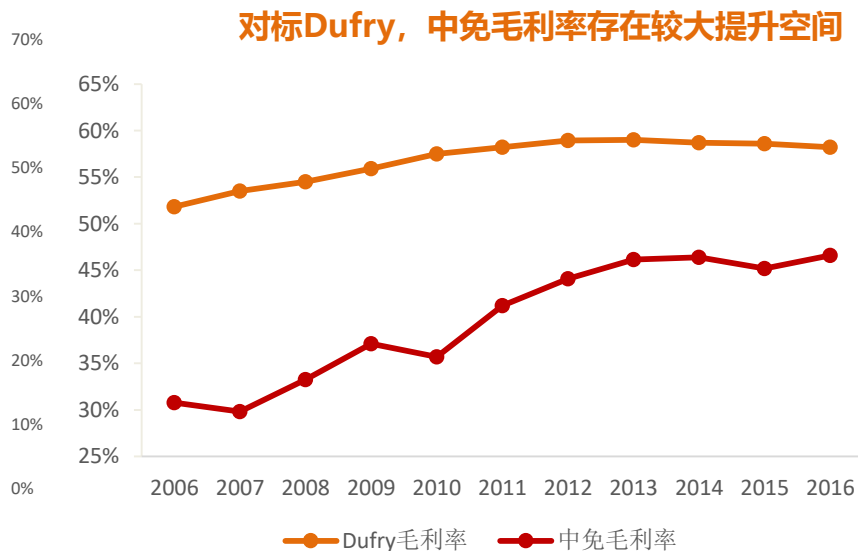
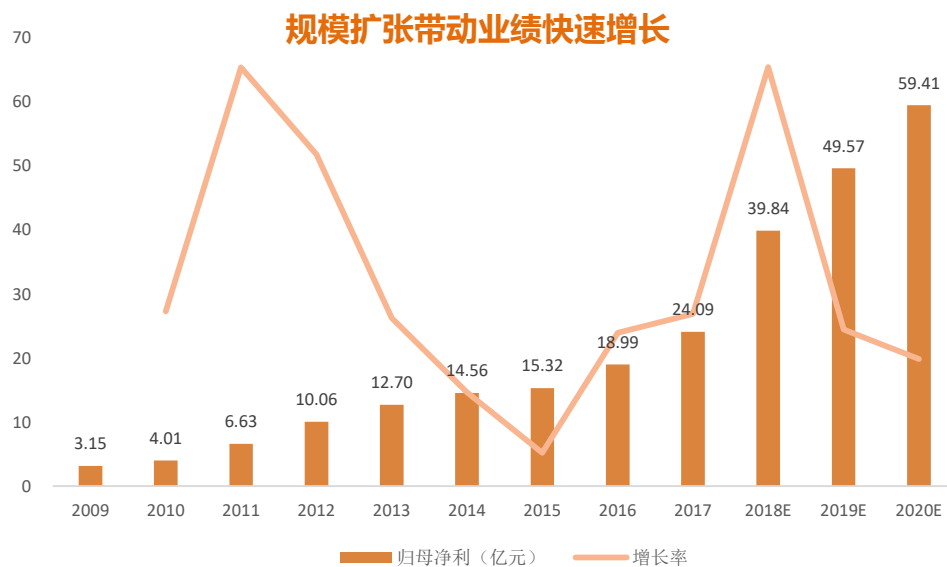


中国国旅：规模效应提升议价能力，毛利率具较大提升空间

对标Dufry，公司毛利率有望进一步提升。 Dufry早期规模扩张时期，毛利率水平随公司营收增长不断提高。中免目前扩张阶段类似Dufry早期扩张阶段，相对Dufry60%的毛利率水平仍有较大提升空间。

规模效应提升公司议价能力，免税龙头剑指全球。 公司已基本覆盖我国首都、上海、广州、香港等重要机场交通枢纽免税业务，三亚离岛免税维持高景气度，加之各类口岸免税经营及邮轮免税等免税业务形式，牵手日上强强联合，一家独大市场格局基本形成，未来市内免税店推进乃至全球免税业务版图扩张将为公司带来更大的价值空间，

预计公司18-20年净利润39.84/49.57亿，对应eps为2.04/2.54元；当前股价对应PE分别为36X/29X。



酒店 下半年以提价为主旋律的向上酒店周期将持续

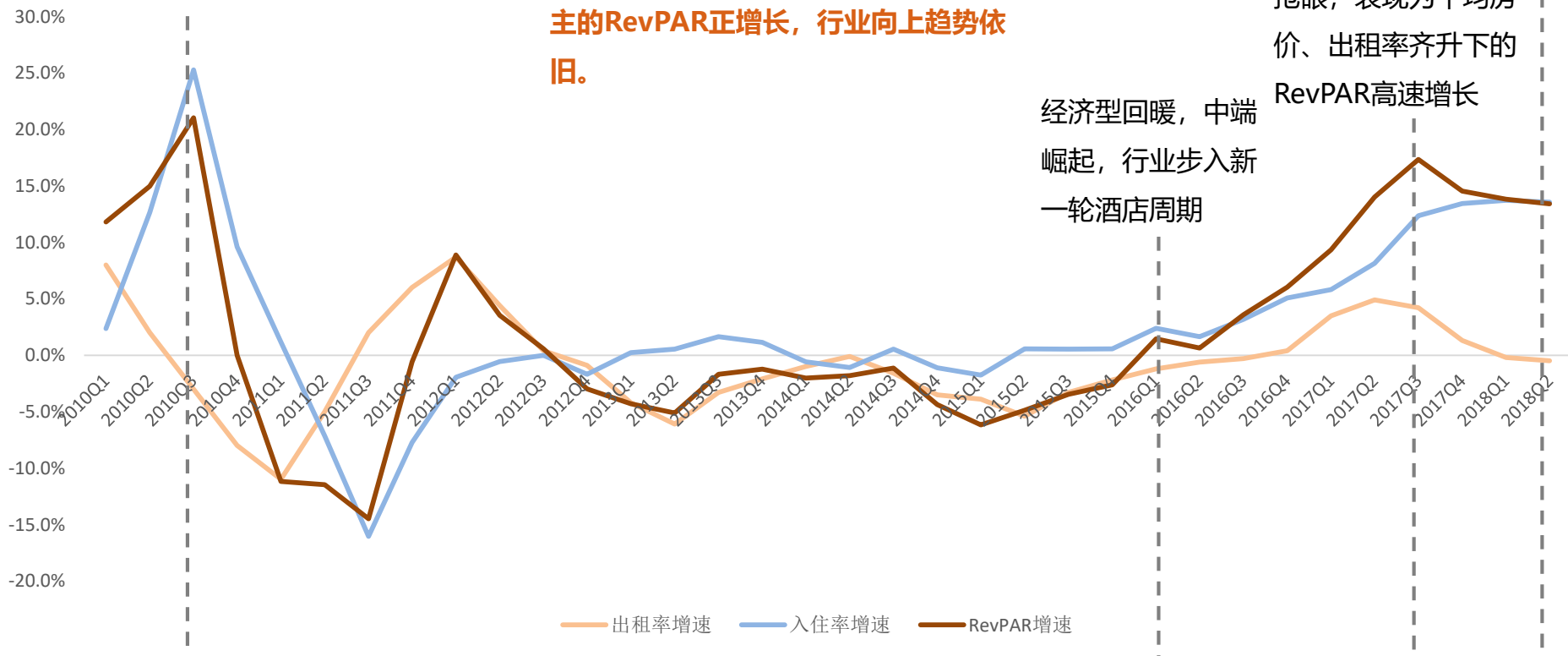


华住率先公布18Q2经营数据，从华住过去8年经营数据来看，酒店行业当前正值持续向好的新一轮酒店周期，上半年经营数据亮眼，预计下半年继续维持以提价为主的RevPAR正增长，行业向上趋势依旧。



2018年，以提价为主旋律的向上酒店周期持续！

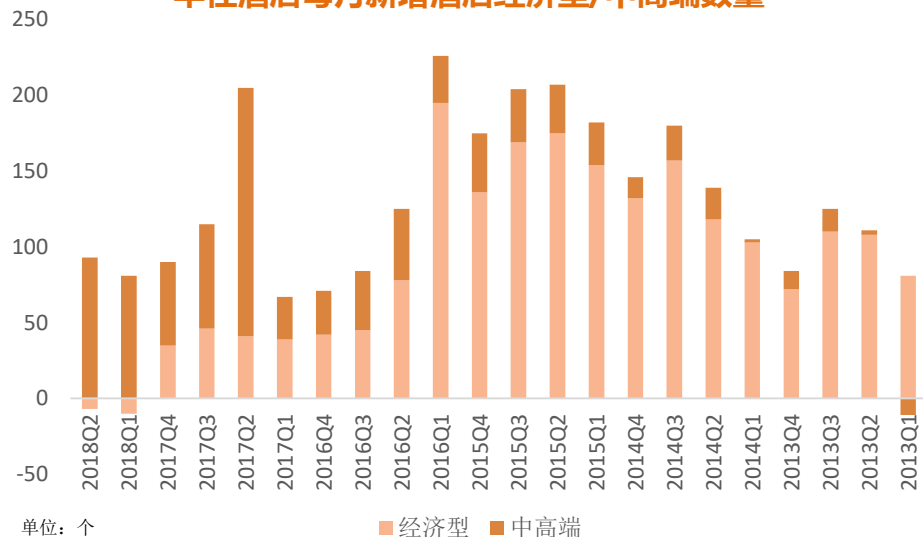
受益世博会，2010年RevPAR呈良好增速



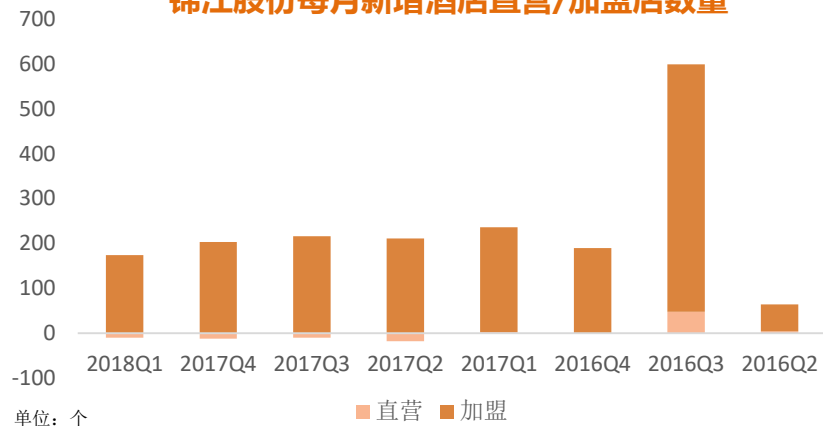
酒店 酒店规模快速扩张，以加盟、中端酒店为核心

各大酒店龙头通过加盟模式快速扩张，中端酒店依旧为新增发力重点，以华住经营数据为例，2013-2015年公司新增酒店主要以经济型为主，自2016年起，中高端酒店增量逐步增长，2018年上半年，华住新增酒店均为中高端酒店，中端崛起趋势凸显，下半年，各大酒店龙头酒店规模将持续扩张，以加盟店、中端酒店为主旋律。

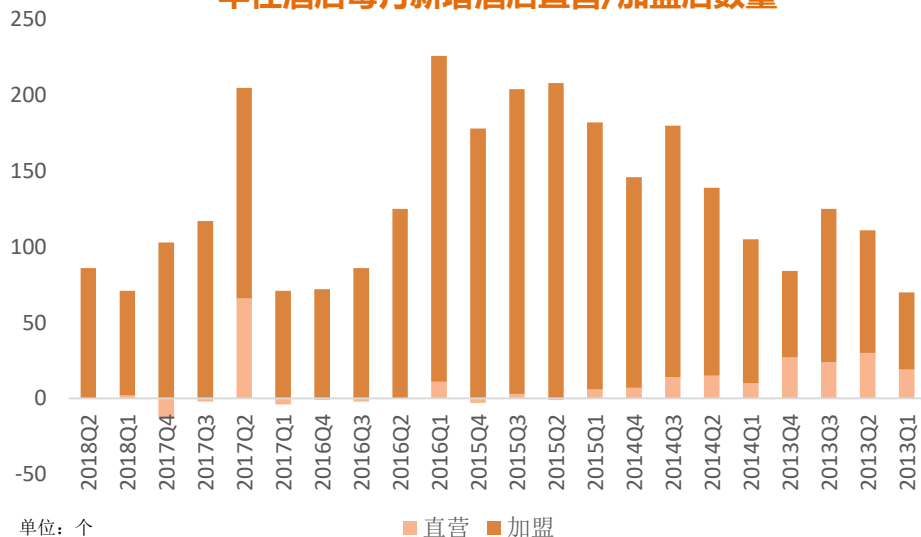
华住酒店每月新增酒店经济型/中高端数量



锦江股份每月新增酒店直营/加盟店数量



华住酒店每月新增酒店直营/加盟店数量



酒店 首旅酒店：整合效应逐步凸显，引入市场化机制激发企业活力

	市值 (亿)	营收 (亿)		业绩 (亿)		PE	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
锦江	299	153.01	178.15	11.39	13.87	29	24
首旅	250	89.97	101.06	8.43	10.34	25	20

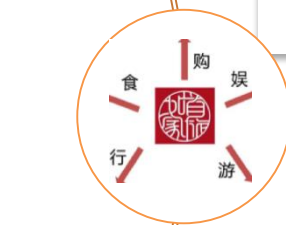
首旅中端快速扩张，整合效应逐步凸显。

- 首旅原有中端酒店运营经验+如家高基数经济型转型升级，中端业务将迎来快速发展，截止18年Q1中端酒店占比12.05%
- 公司加大加盟力度，通过轻资产模式快速扩张构建规模优势，提高盈利能力，截止18年Q1公司加盟比达74.69%。

引入市场化机制，资源整合激发企业活力。

- 作为北京市国资委国企试点改革第一批单位，私有化如家酒店后，首旅集团持股比例由60.72%下降至36.74%，实现混改落地。

如家原有的8000多万会员嫁接于首旅品牌下，导入巨大流量；会员升级规则激励消费者，提升酒店出租率。



与首汽、康辉、东来顺、全聚德签署战略合作协议，形成住宿核心业务平台和外延服务、满足消费者多方面需求、形成不同品牌的流量互导。



携程入股，开展一系列基于酒店服务的线上线下整合，借力携程在线影响力，并探索新的技术和经营模式，实现线上APP引流。

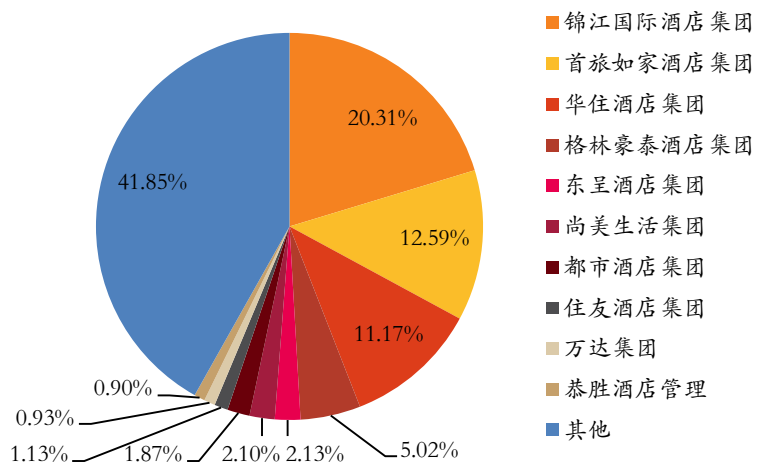
酒店 锦江股份：行业复苏中端崛起，关注后续资源整合进程

锦江多品牌酒店全产业链布局，中端市占率大更具潜力。

旗下维也纳系列中端酒店市占率之首，在行业中端崛起背景下，公司充分拥有先发优势。

资源整合效率提升，协同效应逐步凸显。

成立 WeHotel 打造共享平台，整合旗下所有酒店品牌资源，以“产业+互联网”为手段，积极推进内部资源整合。



公司市占率第一

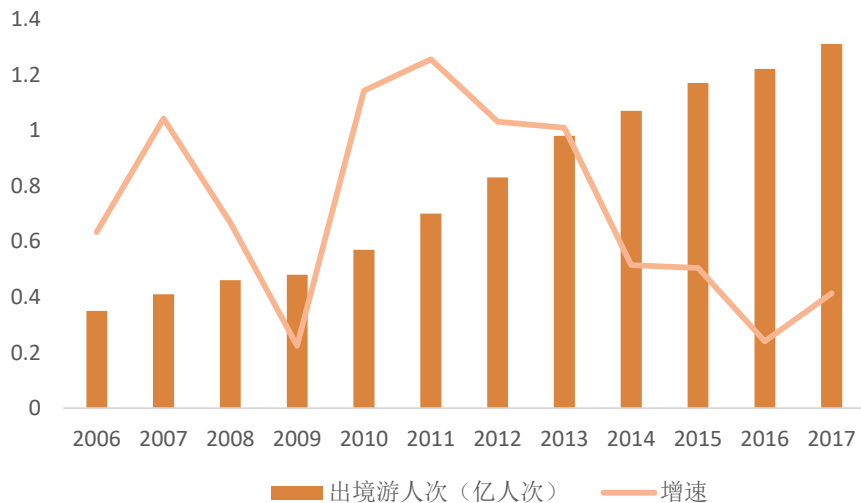
系列	品牌	定位	RevPAR (截至2017年底)
锦江系列	锦江都城	中高端	227.27
	锦江之星	经济型	145.95
	百时快捷	经济型	63.57
	金广快捷	经济型	93.16
卢浮系列	premiere classe	经济型	27.44
	Campanile	经济型	38.76
	Kyriad	经济型	38.76
	Golden Tulip	中高端	38.49
铂涛系列	麓枫	中高端	219.37
	喆啡	中高端	183.08
	IU	经济型	143.24
	七天	经济型	114.92
	派	经济型	101.44
	其他	经济型&中高端	161.22
	维也纳系列	维也纳皇家	中高端
维也纳国际	中高端	228.99	
维也纳智好	中高端	220.83	
维也纳酒店	中高端	206.05	
维也纳3好	中高端	191.43	

出境游回归理性，行业呈回暖态势

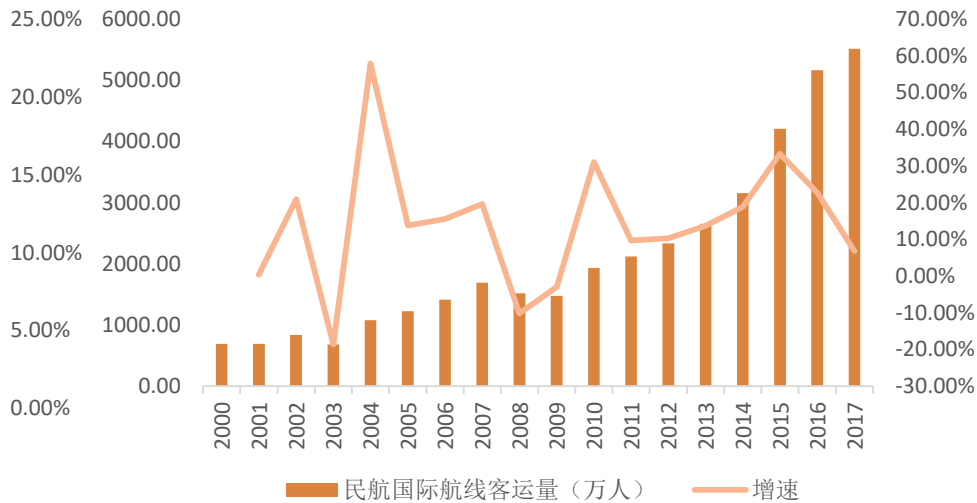
受制于指纹签、暴恐、地缘政治等影响，2014年出境游总人数增速首次低于两位数，并持续下滑，随着签证放宽、签证中心供给增加等因素，行业逐步呈回暖态势，**2017年出境游人次同比上涨7%，增速处回暖态势（16增速4.3%）。**

出境旅游选择依旧以短线游居多，亚洲仍是首选，韩国在低基数下回暖，港澳台增速趋缓，东南亚依旧火爆，高基数下维持高增长，受益世界杯高景气度俄罗斯出游快速攀升，长线游中欧洲呈恢复性增长，受益于气候温及签证便利度提升，便利性及良好的气候助海岛游、休闲度假游快速兴起。

2017年出境游人次增速回暖



民航国际航线客运量增速年均约10%

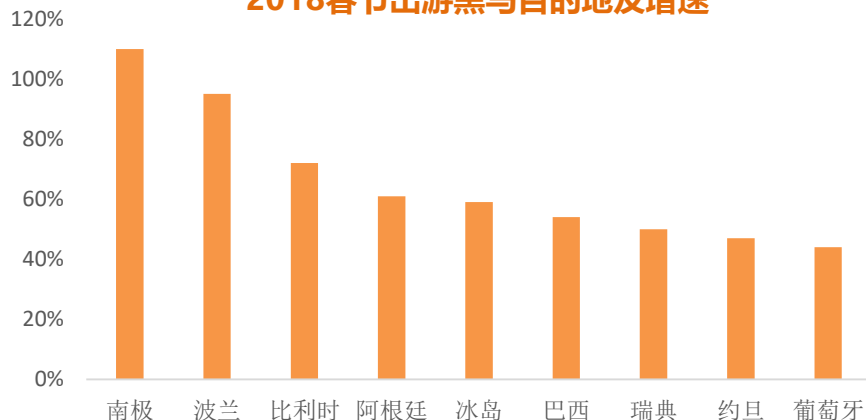


叠加签证便利度提升、航班扩充等多重利好，部分热门目的地月度增速均恢复两位数增长，其中日本、泰国等传统热门亚洲目的地依旧维持高增速，韩国游可增速逐步修缮回暖。

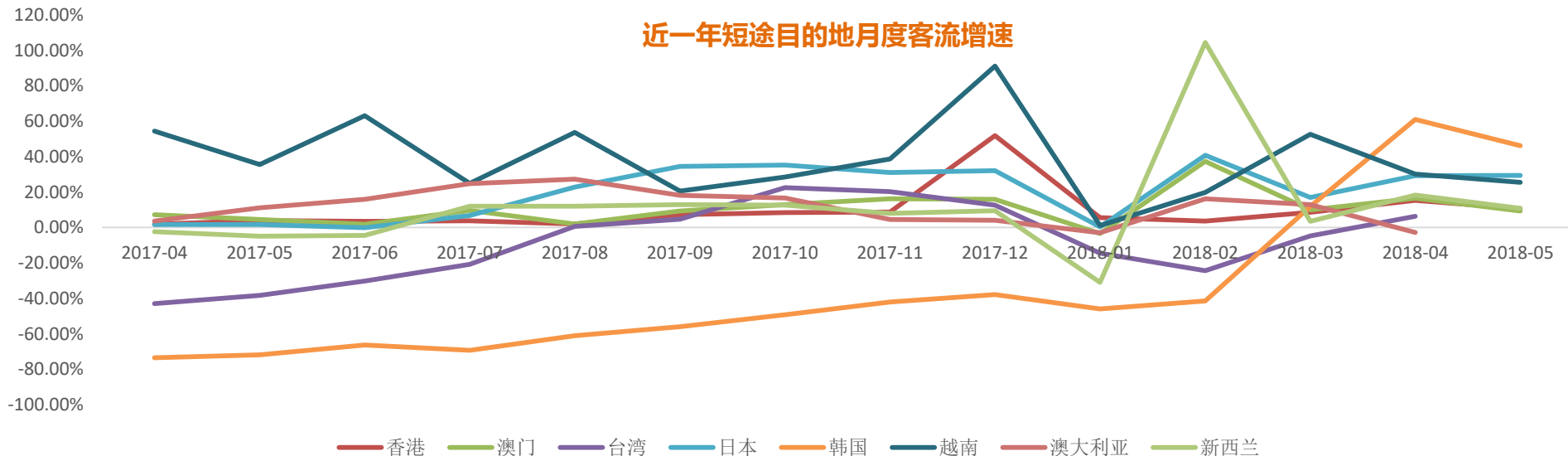
从出行方式来看，随着居民消费水平提高，从近年小长假趋势来看，自由行持续兴起，跟团游、自由行已基本持平，私家团、当地向导、私人订制为主的新兴旅游方式走红。

从产品方式来看，海岛游等休闲度假游产品依旧火爆，赴北欧、加拿大赏极光；赴南极欣赏极地美景等新兴小众目的地逐步受到青睐。

2018春节出游黑马目的地及增速



近一年短途目的地月度客流增速



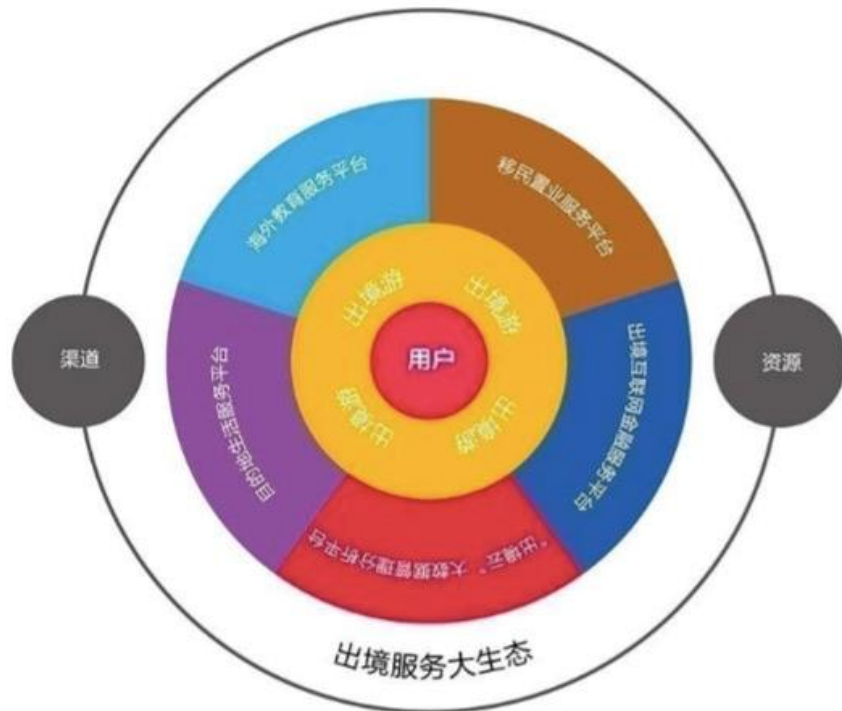
众信旅游：龙头优势逐步凸显，“一横一纵”打造综合出境旅游平台

预计公司18-19年净利润3.56/4.53，对应eps为0.42/0.53元；当前股价对应PE分别为24X/19X。

零售端发力迎加速发展。公司打破过去只开设直营门店的扩张模式（截至17年底拥有100+家直营门店），今年起尝试收购当地龙头旅行社零售商，目前已在江西、内蒙古、河北3省布局，新增上百家准直营店，线下零售门店快速发力，渠道下沉全国布局。

拟收购竹园剩余30%股权。竹园国旅作为国内领先出境游批发商，产品涵盖欧洲、亚洲、非洲、澳洲、美洲等地，在欧洲长线游、亚洲短线游具有较强的竞争力，近年与公司产生良好协同，17年公司亚欧线路均保持强势增长，其中欧洲目的地产品营收增速超30%，亚洲年服务人群超100万，收购完成后两者渠道整合有望进一步深化，协同效应凸显。

稳步推进“一横一纵”布局。在产业链一体化纵向扩张同时，横向拓展“旅游+”业务，积极打造全方位综合服务平台



众信旅游“一横一纵”战略拓展出境服务大生态圈

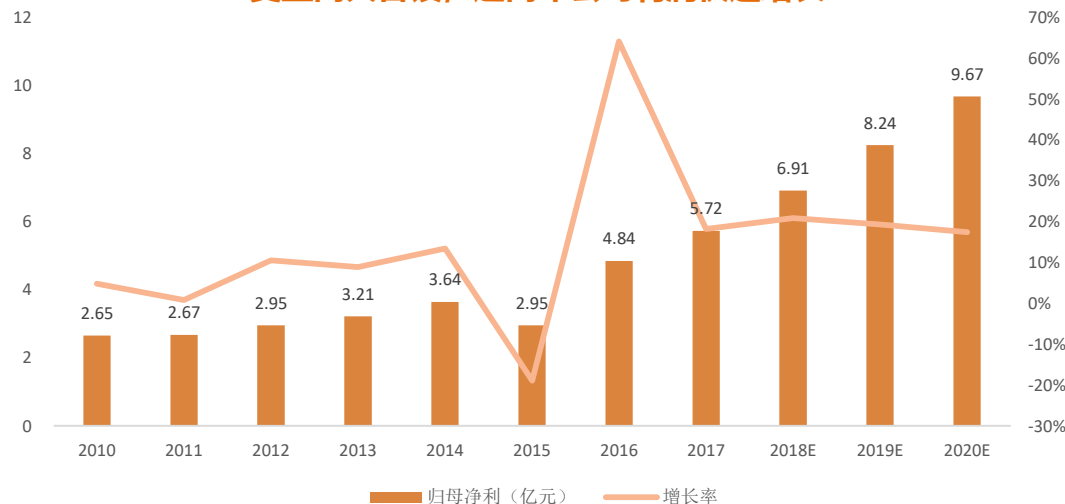
景区 中青旅：南北双镇增厚业绩，产业融合探索发展新机遇

景区经营是公司利润的主要来源，掌握南北两大核心景区，随着景区提价及古北地产结转，18年预计维持稳健增长，“文化乌镇”品牌已成功打造中国主题景区国际化品牌，品牌溢价驱动竞争壁垒越发牢固。乌村、濮院作为异地复制有效实践，未来潜力巨大。

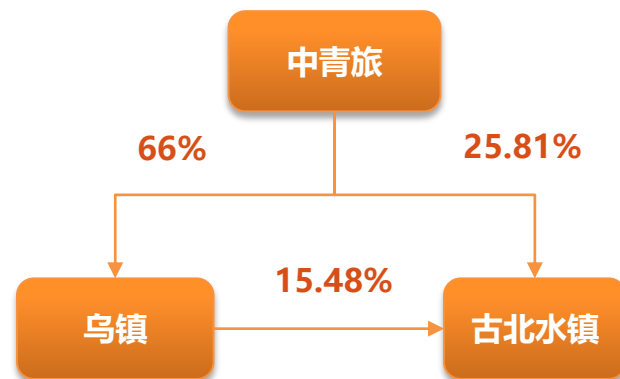
实际控制人变更，国改预期打开公司资本运作空间。光大入主打开资源整合空间，市场化机制改革带来整体运营效率提升，增厚公司资源整合能力

预计公司18-19年净利润6.91/8.24亿，对应eps为0.96/1.14元；当前股价对应PE分别为19X/16X。

受益两大古镇，近两年公司利润快速增长



京能持有20%古北水镇股权
去向成短期市场关注重点



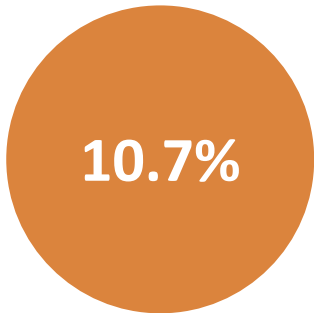
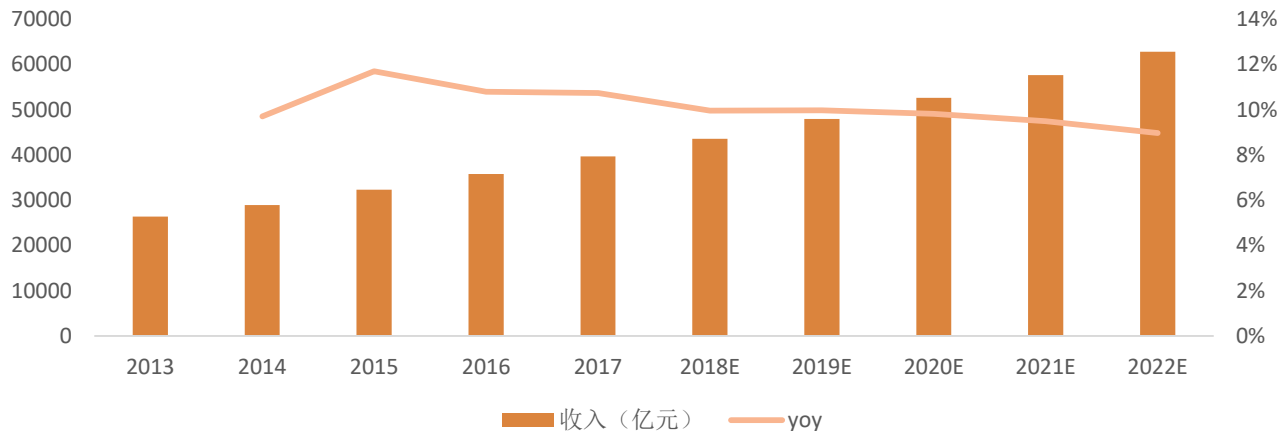
餐饮服务市场持续增长，中式餐饮快速增长

国家城镇化率提升

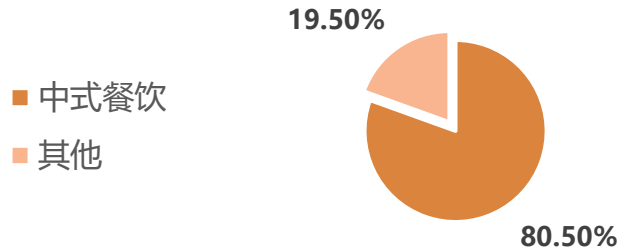


居民消费升级

中国餐饮服务市场持续增长 (单位: 亿元)

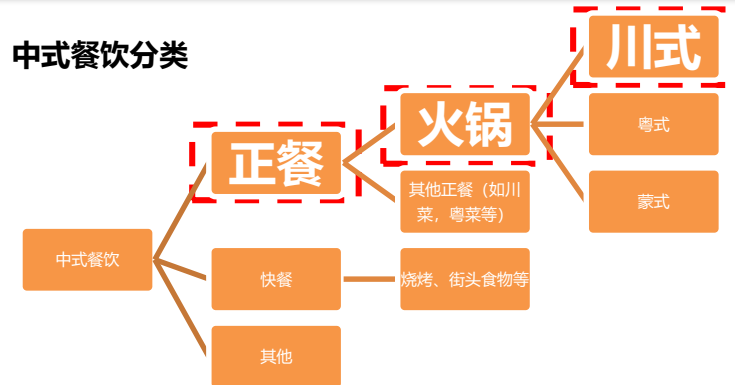


- 中国餐饮服务市场具体可分为中式餐饮、西式餐饮及其他餐饮。
- 中式餐饮是中国餐饮服务市场最大组成部分，**2017年市场份额达80.5%**。



火锅受益于自身易标准化复制特点受市场青睐

- 中式餐饮市场可进一步分为中式正餐餐厅（如火锅、四川菜及粤菜）、中式快餐餐厅及其他（如中式烧烤及街头食品）。在所有中式菜品中，火锅在中国中式餐饮市场占有最大市场份额。
- 火锅主要分为川式、粤式及蒙式。按2017年收入计，以麻辣口味闻名的川式火锅约占中国火锅餐饮市场的64.2%，是中国最受欢迎的火锅类型，也是海底捞经营的火锅类型。

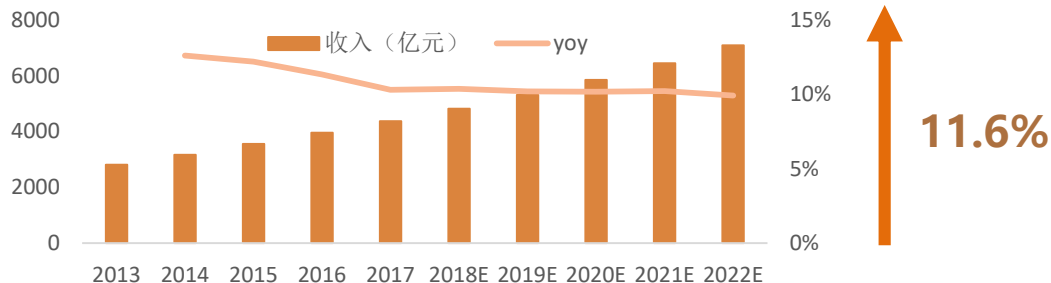


火锅广受中国消费者欢迎的三大原因：

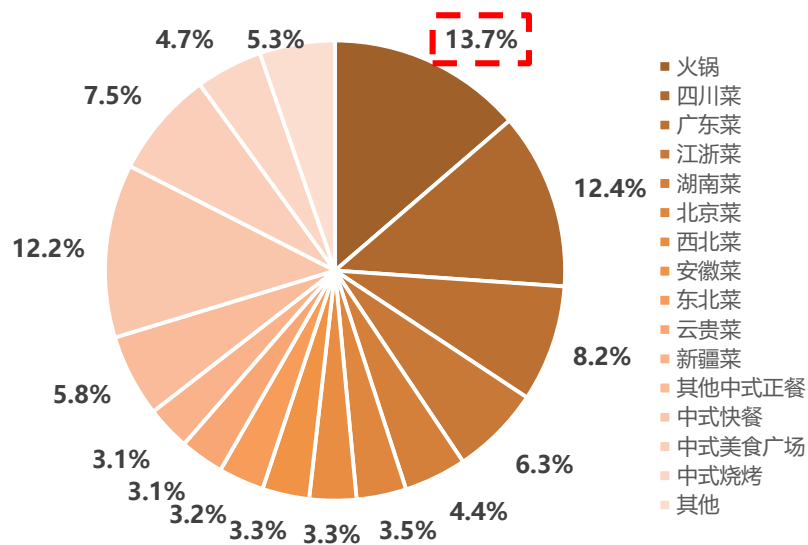
- 火锅温暖及令人舒心的特性使其适合在亲友相聚的社交聚会中享用；
- 火锅容易定制，顾客可以根据个人口味偏好调整食材、汤底、蘸料等；

火锅是中式菜品中较为健康的选项，因为食材在顾客餐桌上新鲜烹调。

中国火锅餐厅市场的总收入高速增长



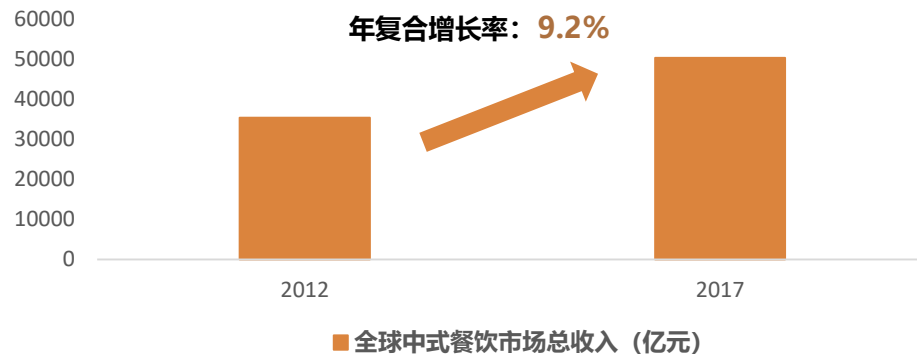
火锅在中国中式餐饮市场占有最大市场份额



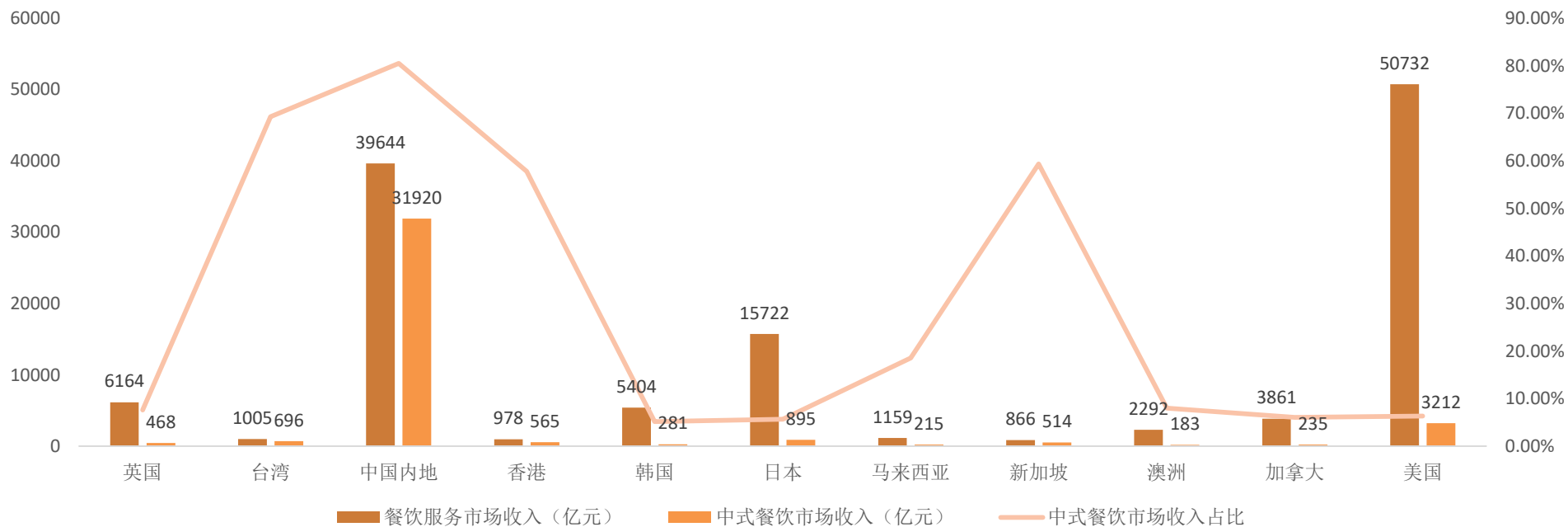
餐饮 中式餐饮海外市场空间广阔

中式餐饮海外普及度高的三大原因：

- 中国文化的影响力越来越大；
- 中式食品在全球的接受度不断提高；
- 海外华人偏好中式餐饮，其数量不断增多。

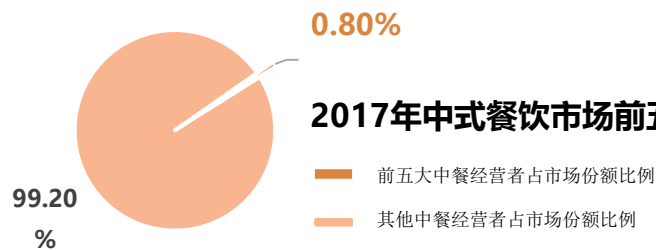


2017年中式餐饮在各主要国家及地区的市场规模

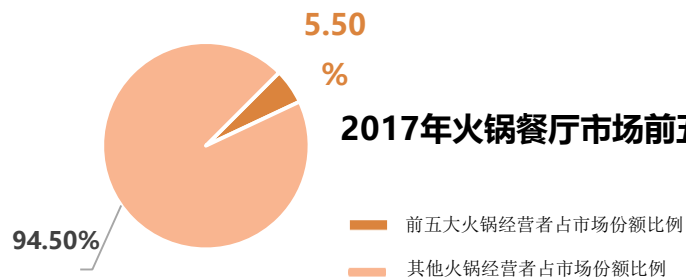


中式餐饮市场高度分散

- 集中度低的独立运营餐厅占主导地位，集中度高的自营连锁餐厅份额较小；
- 产品标准化低使扩张后难以高效组织管理；
- 扩张后发展可靠的供应链以确保高质量、安全及新鲜的食材存在困难；
- 市场进入门槛相对较低。



2017年中式餐饮市场前五大经营者仅占市场份额的0.8%



2017年火锅餐厅市场前五大经营者仅占市场份额的5.5%

管理增长的能力

供应链管理

初始设立资本支出

劳动力成本及流失



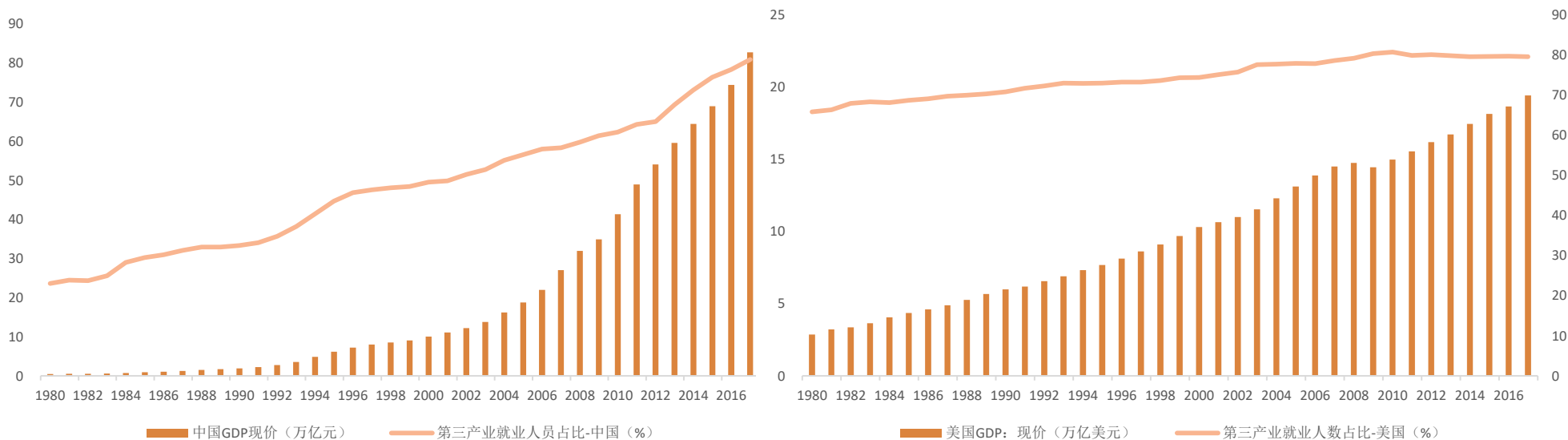
- 经营与管理单一餐厅方面或无重大进入门槛，但大型连锁自营餐厅仍具有较高竞争力。
- 随着餐饮行业规模稳步发展，行业集中度提升，建议关注具有标准化复制能力的细分龙头，如海底捞、呷哺呷哺、颐海国际、广州酒家

新兴服务业：未来有望迎高速发展，公司商业模式成核心竞争力

新兴服务业未来有望迎高速发展。截止2017年我国第三产业就业人员占比约为45%，距离美国长期稳定在80%还有较大空间，随着近五年我国第三产业就业人员占比快速提升，未来我国新兴服务业发展空间广阔，将迎来快速增长期。

目前我国新兴服务业还处于快速发展早期，如科锐国际、风语筑等新兴服务业主题次新股PE还维持在较高水平，目前应重点关注公司营收业绩增长及核心商业模式，同时伴随如《国务院关于加快发展服务业若干意见》、《服务业创新发展大纲》等相关政策法规陆续出台，将进一步推动此类主题公司快速发展。

目前我国第三产业就业人员占比达45%，距离美国80%还有较大空间



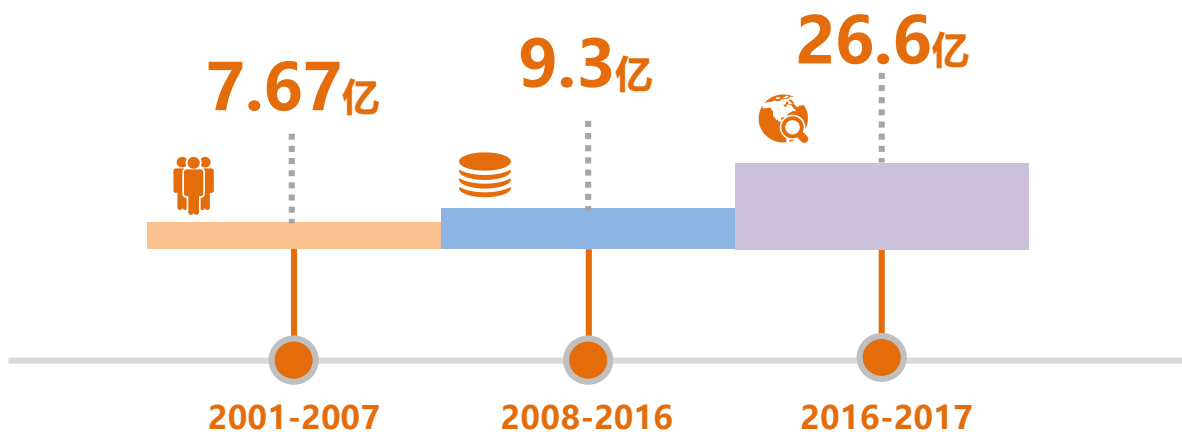
关注具有内容制作壁垒的新兴服务业标的

截止当前服务业发展的核心在于打造内容优势，IP化（品牌化）是重心，从IP延伸到技术优势，最终形成平台价值是未来发展的必然路径。

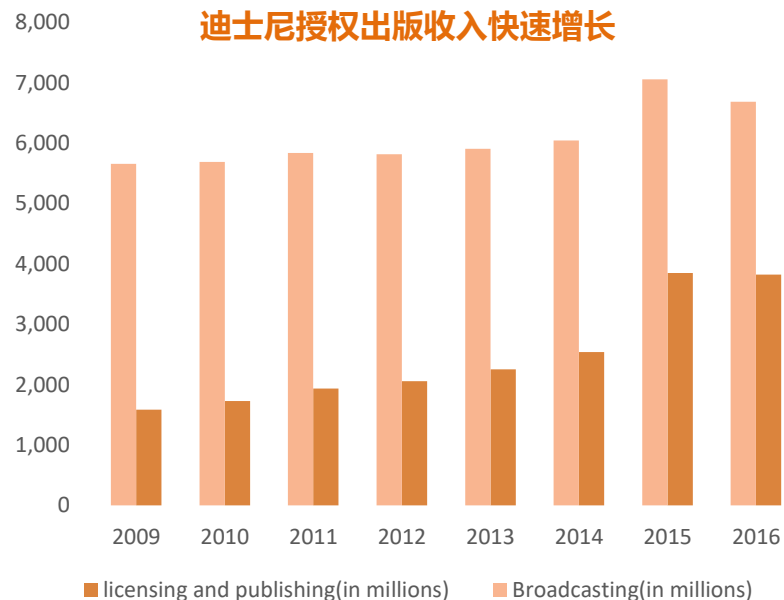
IP商业化成功代表：（1）NBA。2001年和TNT、ABC、ESPN签订为期6年合作协议，授权费三家共计45亿美元；2007年和ESPN、ABC以及TNT三家广播公司签署为期8年，每年9.3亿美元的转播合同；2014年和ESPN、TNT达成新转播合同，从2016-2017赛季开始生效，总价值240亿，合同期9年。**（2）迪士尼。**从2009年起至今，迪士尼的播出费用从56.6亿增长至66.8亿，同时其授权费也从15.8亿增长至38.1亿。

目前我国服务业细分领域有内容制作优势标的较为稀缺，建议重点关注，推荐标的科锐国际、力盛赛车、金陵体育


NBA授权合同费用快速增长




迪士尼授权出版收入快速增长



政策红利+市场红利促人力资源行业发展

 **党的十九大报告**提出,人才是实现民族振兴、赢得国际竞争主动的战略资源。“坚定实施科教兴国战略、人才强国战略”,“培养造就一大批具有国际水平的战略科技人才、科技领军人才、青年科技人才和高水平创新团队。”习总书记还指出:“就业是最大的民生。要坚持就业优先战略和积极就业政策,实现更高质量和更充分就业。”

作为服务于人才和企业的人力资源服务业,目前已成为促进民生和社会经济发展不可或缺的一环。

 2017年10月,人社部印发了《**人力资源服务业发展行动计划**》,就当前和今后一个时期促进人力资源服务业发展工作进行部署。**提出目标**:2020年,人力资源服务产业规模达到2万亿元,培育形成100家左右在全国具有示范引领作用的行业领军企业,培育一批有特色、有规模、有活力、有效益的人力资源服务业产业园,行业从业人员达到60万,领军人才达到1万名左右。《行动计划》提出,要围绕国家重大战略,针对人力资源服务业发展中的重大问题和关键环节,实施“三计划”和“三行动”。

“三计划”

- 骨干企业培育计划
- 领军人才培养计划
- 产业园区建设计划



“三行动”

- “互联网+”人力资源服务行动
- 诚信主题创建行动
- “一带一路”人力资源服务行动

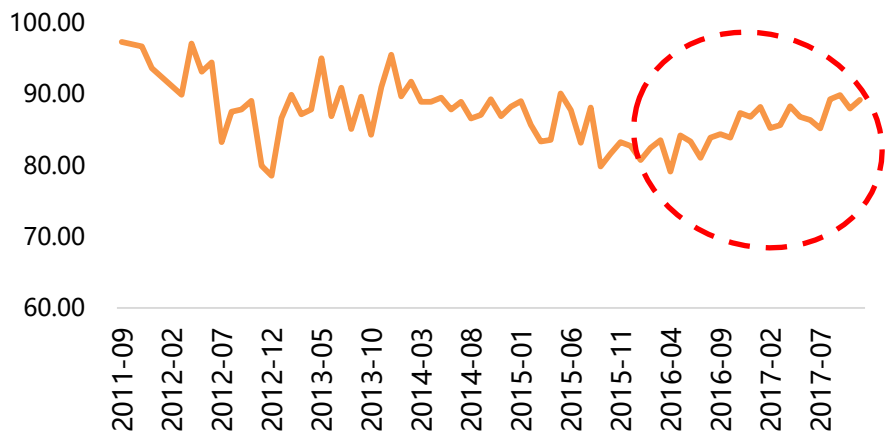
政策红利+市场红利促人力资源行业发展

用工成本增加。从我国人口结构来看，与美国一样呈现出了老龄化的趋势。人口红利逐步消退，导致用工成本不断增长，各地最低工资标准不断上调。用人单位的用工成本增加，企业开始寻求新的雇佣模式以期控制成本，灵活用工将不断发展；长江商学院的调查数据显示，近两年来用工成本前瞻指数总体呈现上升趋势。

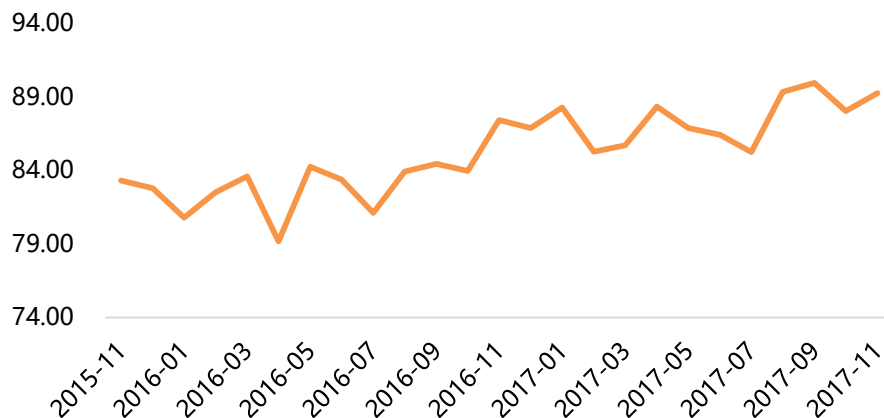
产业结构转型带来人员流动与升级。目前，我国经济处于换挡期，由第二产业向第三产业转型的趋势明显，第二产业 GDP 增速高于第三产业。一方面是第二产业员工的大量转移，造成人力资源的新一轮大规模流动。另一方面，第三产业的升级换代对于新型高技术、高素质、复合背景人才需求旺盛，促进在人才再培训市场的兴盛。在此背景下，结合美国经验，人力资源服务行业将得到巨大发展机遇；

HR业务的成本与风险转移。灵活用工的灵活性使得用人单位只有在短期需求较大或对某类特定人才有需求时，才需要承担这部分劳动力成本，有效解决企业资源浪费的问题。此外，灵活用工模式使得企业在与员工确立更长期的关系之前，有机会进行筛选，而避免承担开除员工的法律和财务风险。

长江商学院中国企业用工成本前瞻指数 (BCI)



长江商学院中国企业用工成本前瞻指数 (BCI)



科锐国际：人力资源第一股

科锐国际是国内领先的人力资源整体解决方案提供商，主要为客户提供中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等人力资源服务，被称为“A股人力资源第一股”，享受政策、行业、资本三重红利，我们判断公司未来三年将处于快速扩张期，内生高增长(30%+)与外延布局同步展开！

预计公司18-19年净利润1.2/1.8亿，对应eps为0.67/1元；当前股价对应PE分别为35X/23X。

持续创新的人力资源整体解决方案：
坚持“一体两翼”战略和以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位，面向超过18个细分行业的研发、制造、供应链、市场、财务、法律、人事等多种职能；

资本并购第一单落地。公司通过全资子公司香港API以现金英镑购买Fulfil (2)持有的Investigo 52.5%股权，交易对价2200万英镑，收购PE为11X（17年利润）。预计重组完成后对17年营收贡献9.14亿元（在17年基础上增幅80.54%）；贡献归母净利1530.96万（增幅20.59%）。

品牌优势：
提供中高端人才访寻的“科锐咨询”，专注于IT领域的“速聘咨询”，招聘流程外包的“CAREER RPO”，综合灵活用工的“科锐派 CAREER SEND”等优势品牌。

1

2

3

4

5

人才优势：
管理团队平均服务时间达到15年以上，1300余名顾问中，80%以上拥有8年以上专业人力资源服务经验，70%以上具备知名跨国企业和大中型企业工作背景；

优质客户资源和强大候选人数据库：
与2000多家跨国及中资企业长期合作（70%外资，25%民企，5%国企），其中75%为重复购买客户，大量客户服务期超10年。2017H1共推荐超9000名中高级人才，管理超过4700名灵活用工人员，积累超400万候选人信息；

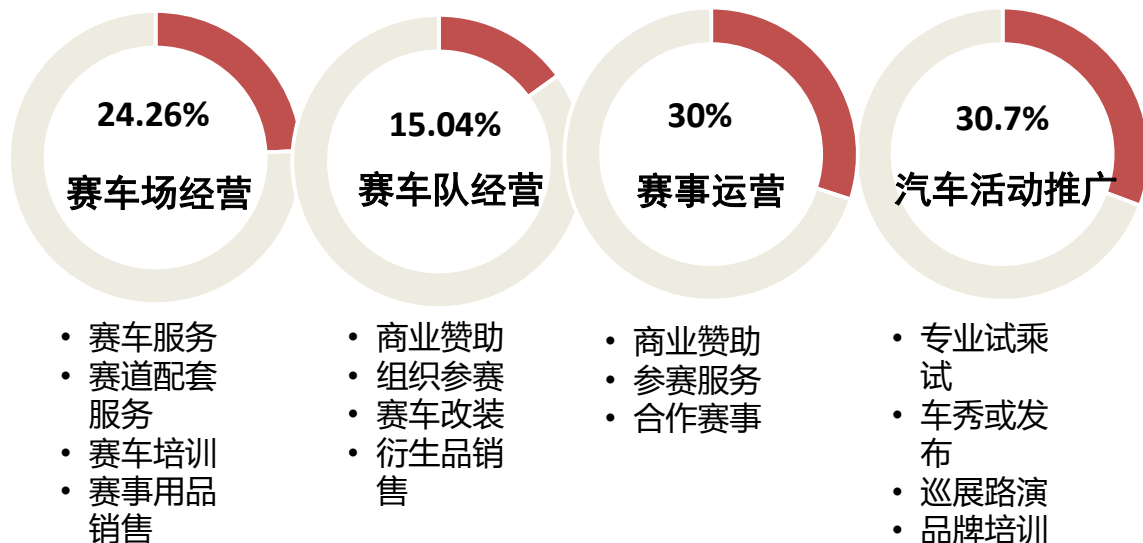
力盛赛车：中国赛车IP运营第一股，生态扩张构筑竞争优势

我们预测公司18-19年净利润为0.5/0.64亿，对应PE为70X/49X。

公司大力发展赛卡联盟项目。即专业的卡丁车场馆运营，通过输出标准化运营方式，统一的软件管理系统、视觉体系、顾客服务、安全管理、积分管理等，以加盟、合作经营、直营等主要方式，打造中国卡丁车场馆的联盟品牌。随着卡丁车项目的顺利运营，基于公司汽车领域的专业运营能力，贡献新的业绩增长点，实现业绩快速发展。

拟收购Top Speed和擎速赛事51%股权。擎速赛事作为亚洲领先赛车赛事及赛道驾驶活动策划组织公司，在赛事运营、车队服务、厂商活动等领域均拥有丰富经验，将与力盛自身汽车活动推广、赛车队等业务实现有效协同，进一步提升公司在行业内核心竞争力，有望丰富公司汽车赛事活动，快速增厚公司业绩。

力盛赛车四大主业稳健增长



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内, 相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内, 相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编: 100031	邮编: 430071	邮编: 201204	邮编: 518000
邮箱: research@tfzq.com	电话: (8627)-87618889	电话: (8621)-68815388	电话: (86755)-23915663
	传真: (8627)-87618863	传真: (8621)-68812910	传真: (86755)-82571995
	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com