

投资评级:增持(维持)

社会服务行业 2018 年三季度报总结

行业整体稳健, 必选产品消费潜力充足

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

相关报告

- 1 《国旅拟整合海免, 离岛免税集中度提升: 社会服务行业周报(第43周)》 2018-10-29
- 2 《免税牌照仍具稀缺性, 关注市内店增量: 社会服务行业周报(第42周)》 2018-10-22
- 3 《弱市背景下更需关注强消费属性个股: 社会服务行业周报(第41周)》 2018-10-15

投资要点:

● “刚需”属性消费品业绩表现优异

我们在 2018 年中报总结中着重提及免税及化妆品等具有“刚需”属性的必选产品, 在消费转型和可能的经济下滑压力下仍旧会有较强业绩确定性。从三季度业绩来看, 中国国旅和珀莱雅营收增速均在 30% 以上, 印证了我们之前的判断。

免税方面, 我们认为行业整合仍会是大趋势, 牌照仍具稀缺性, 如果免税品消费是旅游的必需环节, 那么引导消费回流无论对机场、海南岛, 抑或是餐饮、休闲等配套服务设施, 甚至是国内就业都有促进作用; 同时竞争不利于上游议价, 提升集中度暂时是带动相关产业发展的最佳方式, 多项政策都表现出对行业整合的支持态度。化妆品方面, 冬季对于保湿类产品的需求增强, 皮肤干燥会有较强的体感, 而夏季出油体感并不会很明显, 一定程度上保湿产品的需求要强于控油, 叠加“双十一”对消费的促进, 化妆品的消费动力仍旧强劲。

● 覆盖公司业绩保持稳健上涨

2018 年前三季度覆盖的公司实现营业收入 1,188 亿元(+25.25%), 实现归母净利润 101 亿元(+24.35%), 业绩总体保持较快上涨。单季度比较来看, 2018Q3 实现营业收入 460 亿元(+21.12%), 实现归母净利润 42 亿元(+22.20%), 行业仍保持稳健增长态势。年初至今(截止 10 月 31 日), 以总市值加权平均计算, 申万休闲服务行业涨跌幅-14.90%, 位居 28 个一级行业第三位。个股方面, 年初至今珀莱雅(+31.06%)、大连圣亚(+25.47%)、中国国旅(+24.67%)、广州酒家(+22.42%) 股价表现较为优异。

- **风险提示:** 宏观经济波动风险, 传统景区门票降价风险, 出境旅游目的地突发事件影响。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (10.31)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
601888	中国国旅	1,048.09	53.68	1.30	1.86	2.45	41.29	28.86	21.91	买入
300178	腾邦国际	59.80	9.70	0.46	0.62	0.78	21.09	15.65	12.44	增持
603605	珀莱雅	75.05	37.32	1.00	1.35	1.84	37.32	27.64	20.28	增持
300740	御家汇	81.36	29.91	0.58	0.67	0.83	51.57	44.64	36.04	增持
600258	首旅酒店	162.01	16.55	0.64	0.93	1.09	25.86	17.80	15.18	增持
600754	锦江股份	219.08	22.87	0.92	1.18	1.46	24.86	19.38	15.66	增持
300144	宋城演艺	307.52	21.17	31.80	24.70	21.80	0.67	0.86	0.97	增持
002707	众信旅游	52.22	6.15	35.80	34.30	24.60	0.17	0.18	0.25	中性

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 2018年三季报概述：消费转型压力下业绩保持稳健增长.....	3
1.1 年初至今社会服务板块行情回顾.....	3
2、 子版块分析：免税和化妆品板块表现优异.....	6
2.1 免税：中国国旅拟收购海免，一统海南免税市场.....	6
2.2 化妆品：优化渠道布局推动营收保持高增长.....	7
2.3 酒店：入住率普遍下滑，加盟扩张酒店提价支撑业绩增长.....	8
2.4 出境游：布局交通和目的地旅游资源.....	9
2.5 景区：人工景区稳健增长，传统景区受制票价调控.....	9
2.6 全部覆盖公司业绩.....	10
3、 风险提示.....	12

图表目录

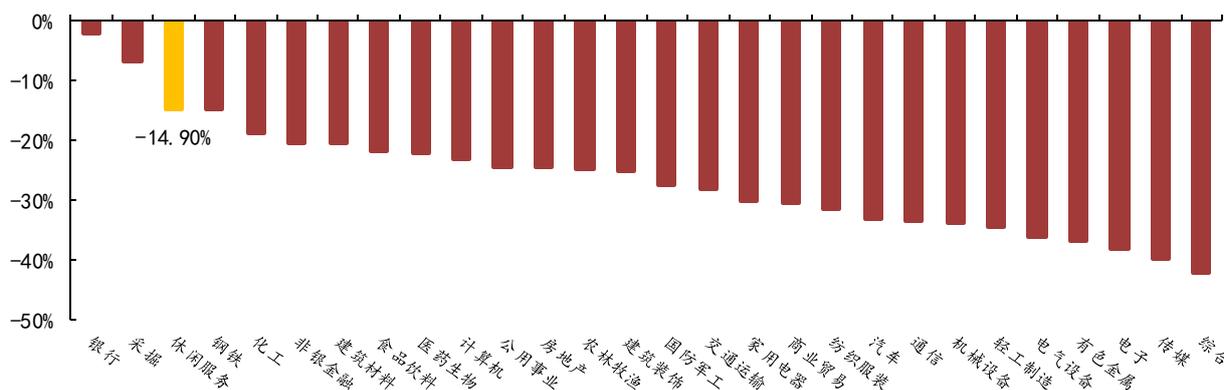
图 1：年初至今社会服务板块涨跌幅全市场第三（申万行业分类，总市值加权平均，截止 10.31）.....	3
图 2：年初至今覆盖个股涨跌幅（剔除新股御家汇和*ST 股，截止 10.31）.....	3
图 3：年初至今覆盖个股 PE（TTM 整体法，剔除负值，截止 10.31）.....	4
图 4：覆盖公司 2018 前三季度营收增速 25.25%.....	4
图 5：覆盖公司 2018 前三季度净利润增速 24.35%.....	4
图 6：覆盖公司 2018Q3 营收增速 21.12%.....	5
图 7：覆盖公司 2018Q3 净利润增速 22.2%.....	5
图 8：中国国旅前三季度营收增速 64.39%.....	6
图 9：中国国旅前三季度净利润增速 41.79%.....	6
图 10：中国国旅第三季度营收增速 59.19%.....	6
图 11：中国国旅第三季度净利润增速 29.34%.....	6
图 12：珀莱雅前三季度营收增速 28.58%.....	7
图 13：珀莱雅前三季度净利润增速 44.57%.....	7
图 14：珀莱雅第三季度营收增速 36.63%.....	8
图 15：珀莱雅第三季度净利润增速 43.81%.....	8
图 16：锦江股份前三季度归母净利增速 22.51%.....	8
图 17：锦江股份 2018Q3 归母净利增速 23.13%.....	8
图 18：首旅如家前三季度归母净利增速 45.62%.....	9
图 19：首旅如家 2018Q3 归母净利增速 49.03%.....	9
图 20：腾邦国际前三季度归母净利增速 37.32%.....	9
图 21：腾邦国际 2018Q3 归母净利增速 29.72%.....	9
图 22：宋城演艺前三季度归母净利增速 25.01%.....	10
图 23：宋城演艺 2018Q3 归母净利增速 22.31%.....	10
表 1：全部覆盖公司三季度业绩.....	10

1、2018年三季报概述：消费转型压力下业绩保持稳健增长

1.1 年初至今社会服务板块行情回顾

年初至今（截止10月31日），以总市值加权平均计算，申万休闲服务行业涨跌幅-14.90%，位居28个一级行业第三位，同期上证综指涨跌幅-21.30%，沪深300涨跌幅-21.76%，创业板涨跌幅-27.22%。

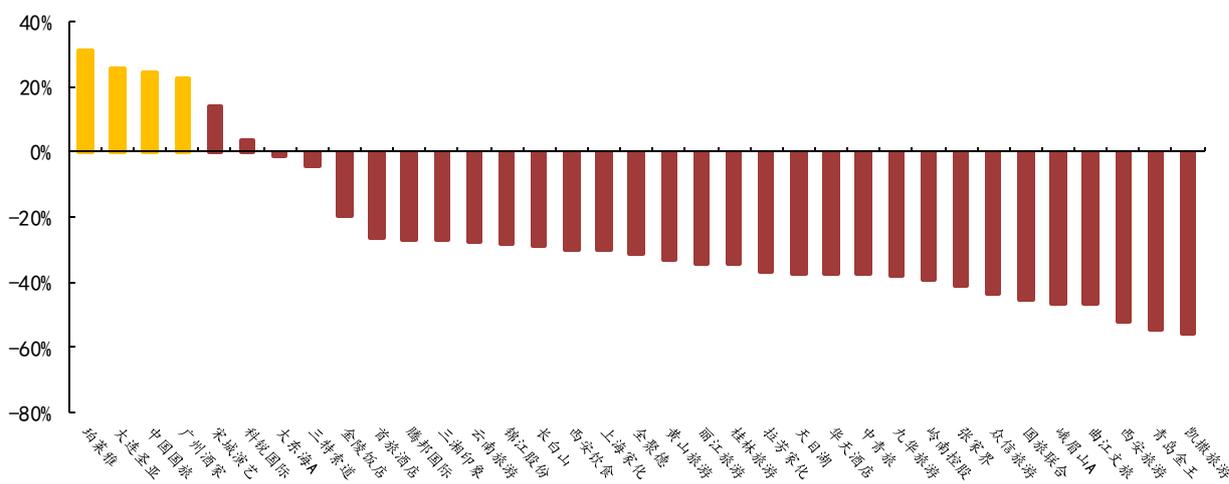
图1：年初至今社会服务板块涨跌幅全市场第三（申万行业分类，总市值加权平均，截止10.31）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

个股方面，暂时剔除今年新股并且停牌时间较长的御家汇，行情表现优异的公司中，珀莱雅(+31.06%)涨幅30%以上，大连圣亚(+25.47%)、中国国旅(+24.67%)、广州酒家(+22.42%)涨幅在20%以上。

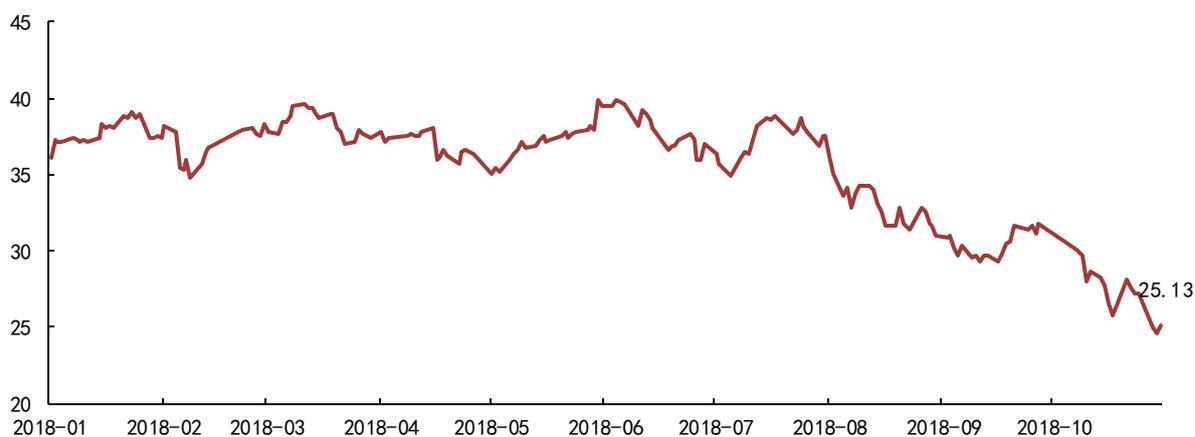
图2：年初至今覆盖个股涨跌幅（剔除新股御家汇和*ST股，截止10.31）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

估值方面，截止10月31日，我们覆盖的社会服务行业近40家公司整体PE已经处于年内最低点，为25倍，相对最高点近40倍的PE降幅较大。

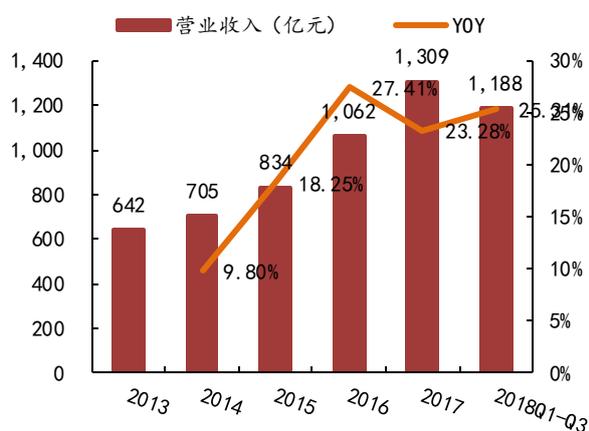
图3：年初至今覆盖个股PE (TTM整体法，剔除负值，截止10.31)



数据来源：Wind, 财通证券研究所

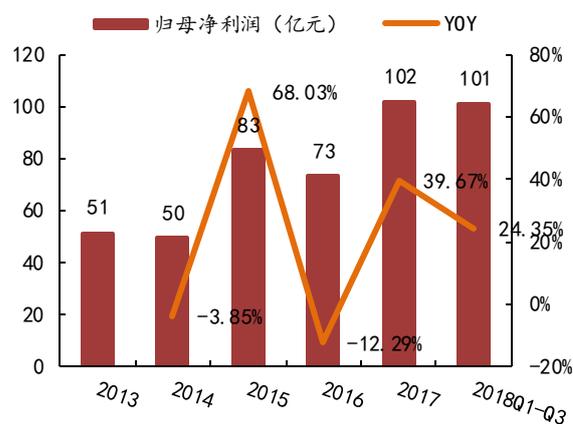
业绩方面，前三季度覆盖的公司实现营收 1,188 亿元 (+25.25%)，实现归母净利润 101 亿元 (+24.35%)，业绩总体保持较快上涨。

图4：覆盖公司2018前三季度营收增速25.25%



数据来源：Wind, 财通证券研究所

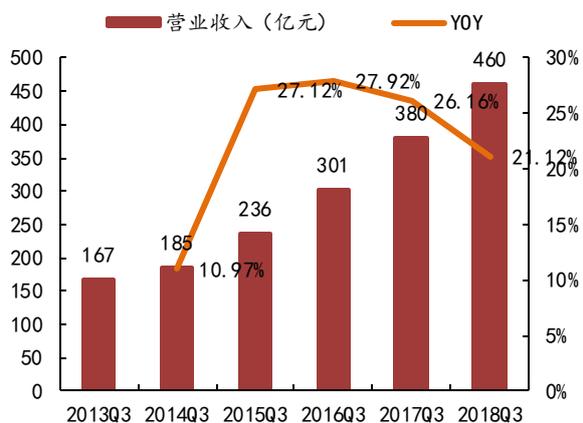
图5：覆盖公司2018前三季度净利润增速24.35%



数据来源：Wind, 财通证券研究所

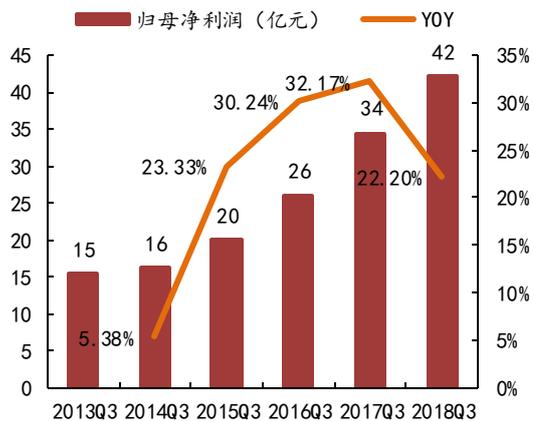
单季度比较来看，2018Q3 实现营收 460 亿元 (+21.12%)，实现归母净利润 42 亿元 (+22.20%)。虽然两项增速较之前三年有所下降，但考虑消费降级和宏观经济下行压力，20%以上的增速反映行业仍保持稳健增长态势。

图6：覆盖公司2018Q3营收增速21.12%



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7：覆盖公司2018Q3净利润增速22.2%



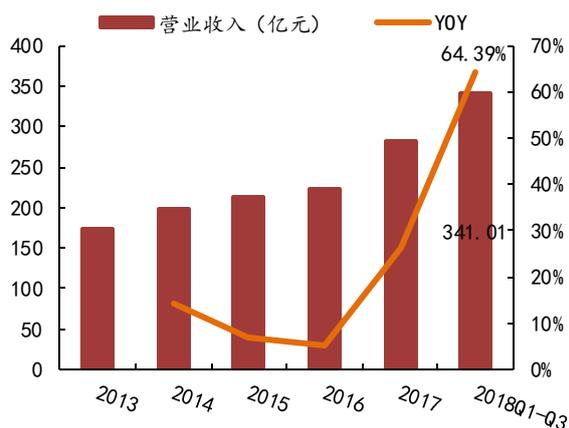
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、子版块分析：免税和化妆品板块表现优异

2.1 免税：中国国旅拟收购海免，一统海南免税市场

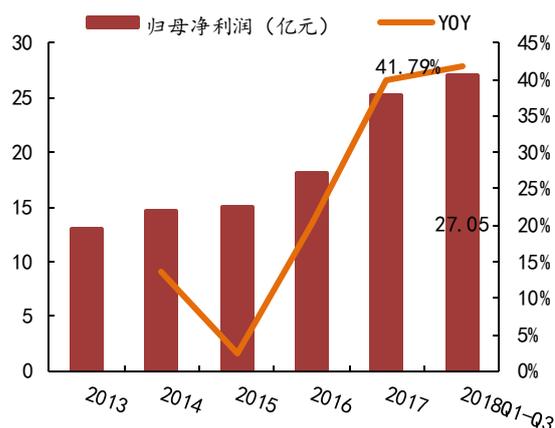
2018 年前三季度实现营收 341.01 亿元(+64.39%)，实现归母净利润 27.05 亿元(+41.79%)，扣非后净利润 26.93 亿元(+42.50%)。2018Q3 单季度实现营收 130.17 亿元(+59.19%)，实现归母净利润 7.86 亿元(+29.34%)，扣非后净利润 7.83 亿元(+29.83%)。

图8：中国国旅前三季度营收增速64.39%



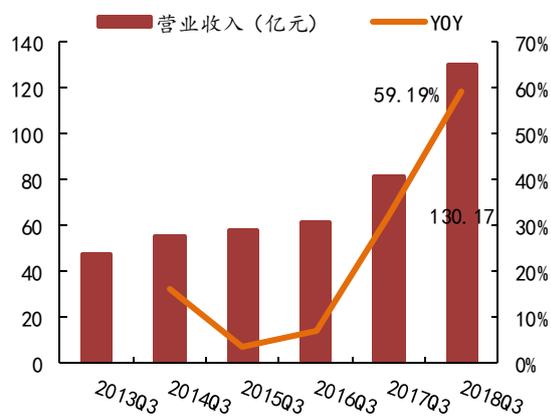
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图9：中国国旅前三季度净利润增速41.79%



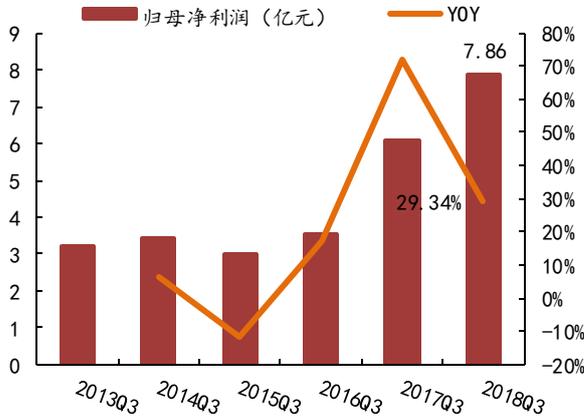
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图10：中国国旅第三季度营收增速59.19%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11：中国国旅第三季度净利润增速29.34%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

近期，海南省国资委拟将其持有海免 51%的股权无偿划转至中国旅游集团，未来旅游集团拟将海免 51%的股权注入中国国旅。目前海免主要经营海口美兰机场免税店，2017 年营收 20 亿以上，保守估计 2018/2019 年营收分别为 23/26 亿，未来将为国旅带来较为可观的收入贡献。整合海免后国旅在海南实现大一统，促销降价竞争减少，中免主导海免进货有望降低成本提高毛利率，未来利润有较大释

放空间。

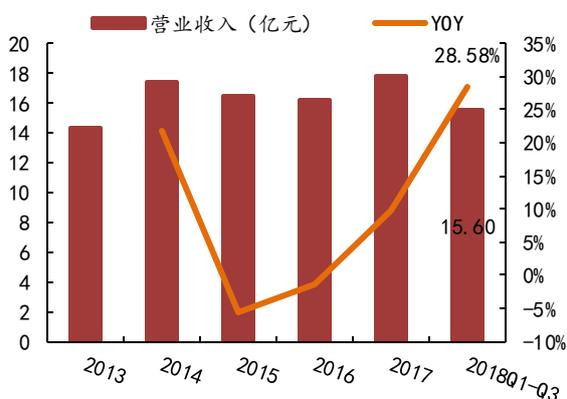
同时,中国国旅在澳门选址建设市内免税店,上海的市内免税店公司也注册完成,之前布局主要在机场和旅游目的地(包括海南、境外和邮轮),消费场景与旅游关系密切。成立市内免税店后,参考上海已经开业的中服市内免税店,较好的情况是入境6个月内的中国公民都有资格购物,虽然仍与出境相关联,但消费场景已经由旅游转变为日常休闲,购物时间相对更加充裕,业绩有望快速得到释放。

此外,对于免税牌照,我们认为引导境外消费回流国内仍会是未来免税市场的主要逻辑,政策也多次提及支持免税业整合,“消费回流+行业整合”将加深免税牌照护城河。从这个角度来看,一是境内免税店额度仍有较大可能提升,二是放开牌照意味着竞争升级,不利于行业整合的同时也会降低国内免税业整体的上游议价权。因此,我们认为中国国旅在免税业的统治地位将大概率得到延续。

2.2 化妆品: 优化渠道布局推动营收保持高增长

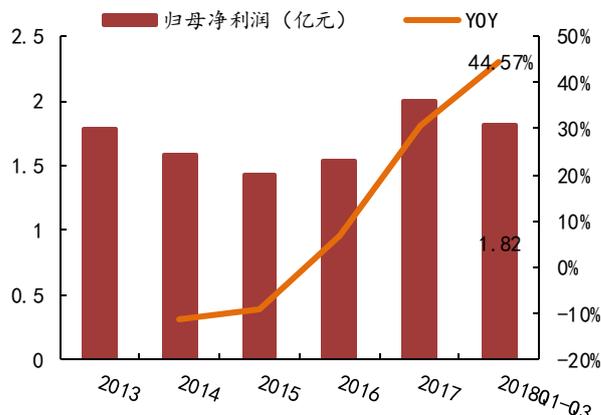
化妆品公司的业绩推动点主要有三方面:一是营销,二是渠道,三是研发。珀莱雅2018Q1-Q3实现营收15.60亿元(+28.58%),归母净利润1.82亿元(+44.57%),扣非后净利润1.68亿元(+49.88%)。单季度来看,2018Q3实现营收5.18亿元(+36.64%),归母净利润0.53亿元(+43.81%)。公司在拓展低线城市线下渠道布局的基础上,同时注重线上渠道红利,推动营收保持较快增长。在营销方面,线下依托地铁广告、影院包场、冠名综艺等方式营销,线上借助微博持续制造话题。而在研发上,合作设立投资基金,深耕产业早期投资,以期发掘适合的单品从而拓展公司产品线。

图12: 珀莱雅前三季度营收增速28.58%



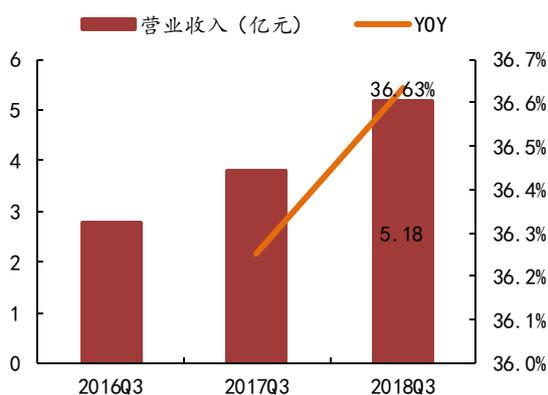
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图13: 珀莱雅前三季度净利润增速44.57%



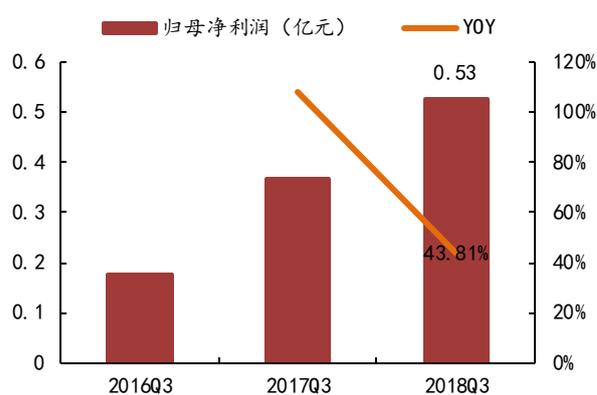
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图14：珀莱雅第三季度营收增速36.63%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图15：珀莱雅第三季度净利润增速43.81%



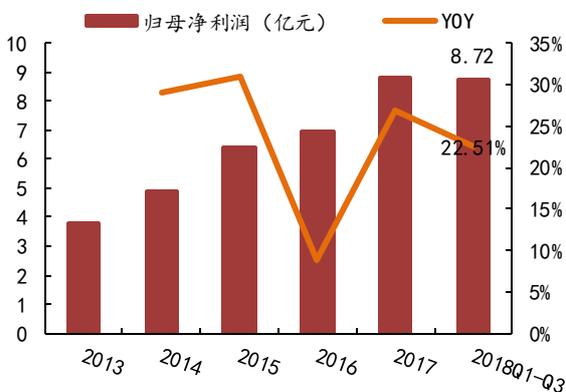
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.3 酒店：入住率普遍下滑，加盟扩张酒店提价支撑业绩增长

从酒店行业整体数据来看，宏观经济下滑对酒店经营产生了一定影响，最显著的特征一是提价幅度不及预期，二是入住率出现下滑。从三季度酒店数据来看，锦江股份单季度 ADR/Occ/RevPAR 同比变化 8.7%/-3.7pct/4.1%，中端酒店同类数据为 4.8%/-4.7pct/-0.68%；首旅如家单季度 ADR/Occ/RevPAR 分别同比增减 7.7%/-2.7pct/4.1%，如家开业 18 个月以上的成熟中高端酒店 ADR/Occ/RevPAR 分别同比增加 3.2%/-1.6pct/1.4%。

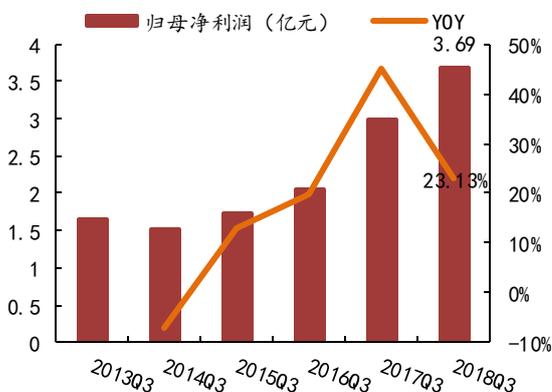
业绩方面，锦江股份前三季度实现营收 109.57 亿元 (+9.23%)，实现归母净利润 8.72 亿元 (+22.51%)，扣非后净利润 6.77 亿元 (+36.99%)。2018Q3 单季度实现营收 40.17 亿元 (+7.37%)，实现归母净利润 3.69 亿元 (+23.14%)。首旅酒店前三季度实现营业收入 63.69 亿元 (+0.90%)，实现归母净利润 8.01 亿元 (+45.62%)，扣非后 6.64 亿元 (+21.89%)。2018Q3 实现营收 23.66 亿元 (+1.84%)，实现归母净利润 4.62 亿元 (+49.03%)，扣非后 3.48 亿元 (+13.92%)。

图16：锦江股份前三季度归母净利增速22.51%



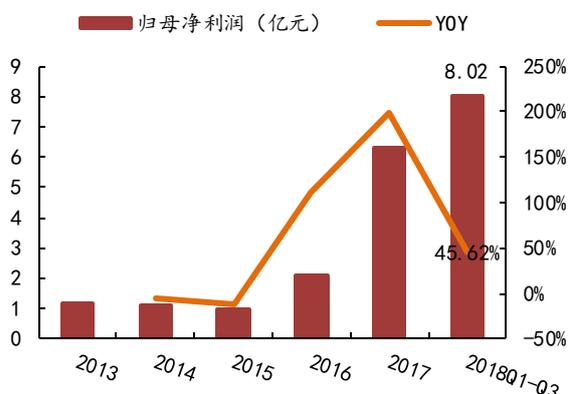
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17：锦江股份2018Q3归母净利增速23.13%



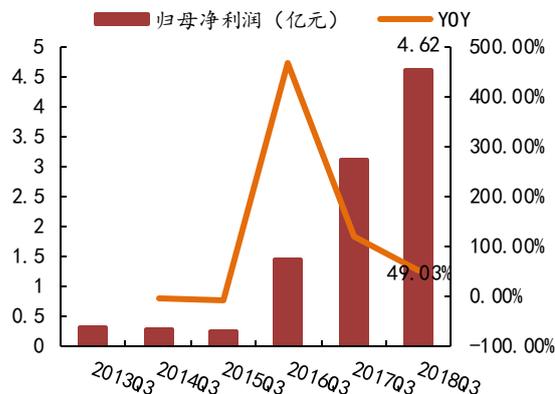
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18：首旅如家前三季度归母净利增速45.62%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图19：首旅如家2018Q3归母净利增速49.03%

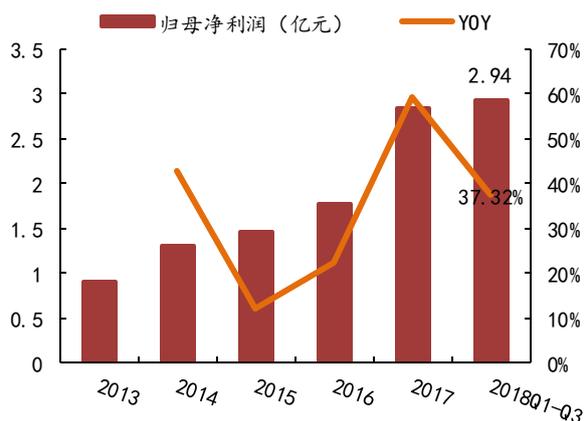


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.4 出境游：布局交通和目的地旅游资源

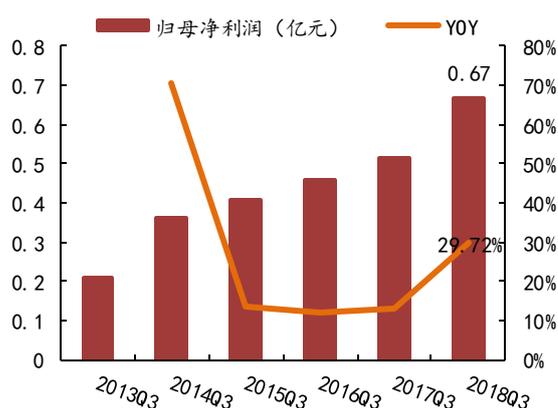
腾邦国际前三季度实现营收 44.78 亿元(+60.24%)，实现归母净利润 2.94 亿元(+37.31%)，扣非后净利润 2.08 亿元(+41.06%)。2018Q3 单季实现营收 19.25 亿元(+38.36%)，实现归母净利润 0.67 亿元(+29.71%)，扣非后净利润 0.70 亿元(+18.97%)。公司预计今年将开通 20 条包机航线，大部分国内起降地是二三线城市，其中 8 月开通了海口直飞莫斯科的航线，依托旅行团带来的客流量，上座率在 95%以上。未来公司依托在航线运营方面的优势，布局大交通发展潜力较大。

图20：腾邦国际前三季度归母净利增速37.32%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图21：腾邦国际2018Q3归母净利增速29.72%



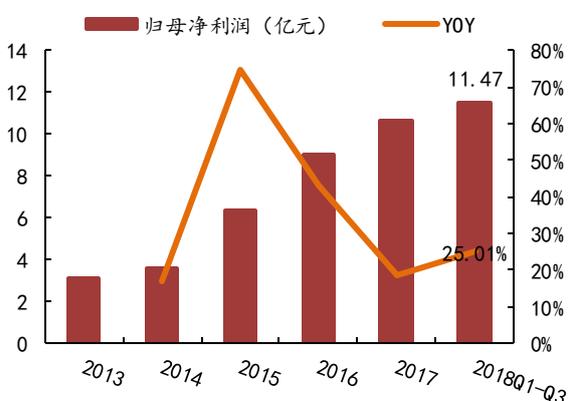
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.5 景区：人工景区稳健增长，传统景区受制票价调控

景区板块我们主要关注人工景区，龙头宋城演艺前三季度实现营业收入 24.71 亿

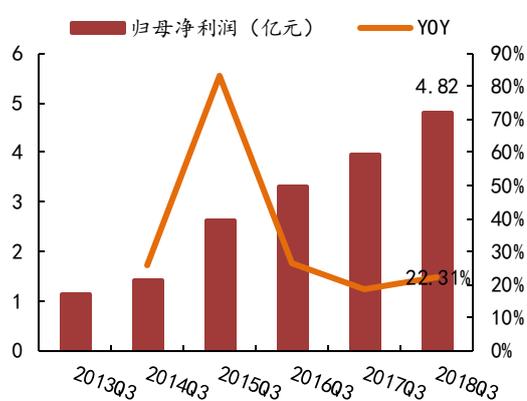
元(+6.77%);实现归母净利润 11.47 亿元(+25.01%)。2018Q3 实现营收 9.60 亿元(+4.13%),实现归母净利润 4.82 亿元(+22.30%)。存量演艺方面,旗下千古情系列演艺产品和各大主题公园持续挖掘深厚传统文化,注重打造独特游历体验,市场占有率持续攀升,游客结构进一步优化,驱动营收显著增长。其中,杭州宋城景区在 8 月 26 日单日演出 18 场,创下单日最高演出场次记录;三亚千古情景区结合海南省建省 30 周年,推出新一季度的“黎苗狂欢节”主题活动,接待量和业绩增长趋势靓丽;丽江千古情积极探索合适的市场营销策略,业绩增长稳健;桂林千古情今年 8 月正式开业,两个月内收获了良好的口碑效应。在轻资产输出板块,宁乡炭河古城景区在暑期推出“辣椒节”等多个主题活动,市场反应和经营表现均超市场预期。

图22: 宋城演艺前三季度归母净利增速25.01%



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图23: 宋城演艺2018Q3归母净利增速22.31%



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

2.6 全部覆盖公司业绩

表1: 全部覆盖公司三季度业绩

行业分类	公司	Q1-Q3 营收 (亿元)	YOY	Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	YOY	Q3 营收 (亿元)	YOY	Q3 归母净利润 (亿元)	YOY
免税	中国国旅	341.0	64%	27.1	42%	130.2	59%	7.9	29%
酒店	锦江股份	109.6	9%	8.7	23%	40.2	7%	3.7	23%
	首旅酒店	63.7	1%	8.0	46%	23.7	2%	4.6	49%
	岭南控股	52.8	10%	1.6	15%	21.4	8%	0.6	2%
	金陵饭店	7.9	15%	0.6	-18%	2.9	14%	0.1	-47%
	华天酒店	7.1	0%	-2.1	-39%	2.3	-8%	-0.6	23%
	大东海A	0.2	8%	0.0	147%	0.1	11%	0.0	-53%
出境游	众信旅游	94.4	2%	2.1	15%	36.2	-13%	0.7	-18%
	凯撒旅游	69.3	11%	3.1	-8%	31.6	11%	2.4	15%
	腾邦国际	44.8	60%	2.9	37%	19.2	38%	0.7	30%
景区	中青旅	89.3	16%	5.5	9%	33.6	14%	1.4	-8%
	宋城演艺	24.7	7%	11.5	25%	9.6	4%	4.8	22%
	新智认知	13.8	37%	1.1	80%	4.9	273%	0.7	-337%
	三湘印象	11.0	32%	0.0	-93%	3.3	8%	0.0	-106%
	云南旅游	11.9	-10%	4.2	23%	5.1	-14%	2.0	30%
	黄山旅游	9.9	23%	1.1	42%	3.6	18%	0.4	45%
	曲江文旅	8.5	-1%	1.7	11%	3.2	-4%	1.0	11%
	峨眉山A	5.6	4%	2.0	10%	2.2	0%	0.8	0%
	丽江旅游	6.2	16%	-0.1	11%	2.9	28%	0.0	-15%
	西安旅游	5.0	28%	1.6	1032%	2.4	32%	0.6	31%
	三特索道	4.4	5%	0.8	14%	1.8	16%	0.5	23%
	桂林旅游	3.6	5%	0.8	4%	1.2	15%	0.2	15%
	九华旅游	3.7	5%	0.9	21%	1.5	8%	0.5	34%
	天目湖	3.7	-14%	0.5	-22%	1.8	-11%	0.3	8%

	张家界	2.0	18%	-0.2	-136%	0.5	-39%	-0.1	-110%
	国旅联合	3.0	1%	0.9	2%	1.6	-8%	0.8	0%
	大连圣亚	3.8	21%	0.8	6%	2.7	14%	1.2	7%
	长白山	1.5	16%	0.2	234%	0.7	8%	0.4	269%
	*ST藏旅	13.6	-1%	1.3	-4%	4.9	-6%	0.5	-11%
餐饮	全聚德	20.1	19%	3.0	50%	12.2	22%	2.4	52%
	广州酒家	3.8	2%	0.0	-5%	1.2	4%	0.0	-27%
	西安饮食	0.6	-20%	-0.2	-26%	0.2	-22%	0.0	25%
	*ST云网	54.2	10%	4.5	38%	17.6	41%	1.4	59%
	上海家化	40.2	24%	1.6	-57%	12.7	3%	0.3	-54%
化妆品	青岛金王	15.6	29%	1.8	45%	5.2	37%	0.5	44%
	珀莱雅	16.1	52%	1.1	12%	6.3	44%	0.5	4%
	御家汇	7.1	-2%	1.3	34%	2.7	-8%	0.5	7%
	拉芳家化	14.5	76%	0.9	0.6200	7.3	146%	0.4	79%
人力服务	科锐国际	341.0	64%	27.1	42%	130.2	59%	7.9	29%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

3、风险提示

- 1) 可能的宏观经济下滑导致消费转型,进而影响细分行业蛋糕变小,其中酒店、免税、出境游将受较大影响。
- 2) 传统景区门票降价将导致相关板块全年业绩不及预期。
- 3) 出境游目的地突发事件将影响当地旅游市场。

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。