

剖析子行业动因，寻找抗周期玩家

2018年12月05日

【投资要点】

- ◆ 2018年年初至今（11月30日）申万休闲服务行业下跌10.66%，跑赢上证综指11.08pct，跑赢沪深300指数10.63pct，在申万一级行业中涨跌幅排名第二。涨幅排名居前主要由于权重股的亮眼表现，中国国旅年初至今涨幅28.23%，市值占比36.54%；宋城演艺年初至今涨幅18.53%，市值占比10.83%。行业整体承压的大背景下，部分优质个股基本面良好、业绩增长靓丽，在市场预期不足的环境下更加受到追捧使得估值水平上升。子行业方面，涨幅前三名分别为：免税（+28%）、人工景点（+15%）、人力资源（+12%）。跌幅前三名分别为：出境游（-37%）、自然景点（-32%）、旅游综合（-31%）。目前，休闲服务板块PE（TTM）为23.56倍，沪深300指数为10.41倍，板块估值低于近五年均值，回落至历史低位。
- ◆ 从各个子行业的表现来看，2018年1-3季度，表现较好的子行业有免税、人力资源和人工景区。免税行业的增长主要来自免税政策的不断放宽、免税牌照的集中以及奢侈品消费回流。人力资源行业起步较晚，目前受益于我国产业结构调整、企业转型升级和异地扩张，处于快速发展中，经济下行对企业的灵活性提出了严峻考验，企业对于灵活用工的采纳度逐渐升高，行业渗透率有望大幅提高。主题公园受益于我国旅游需求转型，主题公园游玩内容丰富，符合大众需求，复制输出能力强，企业扩张动力强劲。出境游下半年受目的地特殊事件影响短期承压，但长期发展趋势不变，静待行业回暖。酒店行业Revpar存在放缓趋势，但依靠中端酒店提价和加盟输出业绩仍有一定支撑。

【配置建议】

- ◆ 休闲服务隶属于可选消费，社会消费品零售总额统计中并不包括服务型消费，且休闲服务增长部分来自内部消费结构的升级，我国消费支出也有向可选消费转移的趋势，因而我们认为休闲服务的景气程度和宏观经济以及社零消费数据并不是简单的正相关关系，不同细分领域因为增长驱动因素差别较大，挖掘驱动因素与宏观经济相关性较弱的子行业，依然存在穿越周期的机会。
- ◆ 推荐个股：中国国旅、科锐国际、宋城演艺。后期经济回暖，可关注前期跌幅较大，业绩弹性较大的出境游龙头企业。

【风险提示】

- ◆ 行业重大政策变化；
- ◆ 宏观经济持续低迷；
- ◆ 地缘政治风险；

强于大市（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：徐晴

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

正文目录

1. 2018 年休闲服务行业复盘.....	4
1.1. 2018 年休闲服务行业行情回顾.....	4
1.2. 休闲服务行业基本面回顾.....	5
1.2.1. 上半年表现稳健, Q3 有所回落.....	5
1.2.2. 免税行业: 政策放宽+消费回流, 行业仍有巨大上升空间.....	7
1.2.3. 人工景区行业: 主题公园正兴盛, 轻资产输出提升盈利能力.....	9
1.2.4. 人力资源行业: 方兴未艾, 政策+意识导向, 高增长可期.....	11
1.2.5. 酒店行业: Revpar 承压, 中高端+加盟扩张支撑业绩增长.....	12
1.2.6. 出境游行业: 上半年高景气, 目的地事件削弱短期需求.....	14
1.2.7. 传统景区行业: 门票降价倒逼产品升级, 交通改善有望带来增量.....	16
1.3. 休闲服务行业商誉情况梳理.....	17
2. 2019 年休闲服务行业投资策略.....	18
2.1. 中国国旅: 一家独大, 政策红利不断.....	19
2.2. 科锐国际: 灵活用工快速发展, 行业前景广阔.....	20
2.3. 宋城演艺: 储备项目丰富, 复制输出扩张能力优异.....	21
3. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 休闲服务板块与大盘指数年初至今表现.....	4
图表 2: 休闲服务板块个股涨跌幅以及市值占比.....	4
图表 3: 子板块涨跌幅水平.....	5
图表 4: 休闲服务板块整体 PE (TTM) 水平.....	5
图表 5: 子行业收入增速水平.....	6
图表 6: 子行业归母净利润增速水平.....	6
图表 7: 节税措施及效果汇总.....	6
图表 8: 我国主要免税运营商及其经营范围.....	7
图表 9: 我国海南离岛免税政策梳理.....	7
图表 10: 2017 年奢侈品消费者国籍分布.....	8
图表 11: 2017 年全球奢侈品消费地分布.....	8
图表 12: 市内免税店与机场免税店对比.....	8
图表 13: 我国不同时期旅游发展.....	9
图表 14: 2017 年各类旅游演艺场次 (单位: 万) 以及票房收入 (单位: 亿元)	10
图表 15: 旅游演艺市场竞争格局.....	10
图表 16: 主题公园类公司与传统景区公司毛利率对比.....	11
图表 17: 人力资源服务市场规模 (单位: 亿元).....	11
图表 18: 人力资源服务机构数量 (单位: 万家)、从业人员数量 (单位: 万人) 以及单位企业员工数.....	11
图表 19: 灵活用工渗透率.....	12
图表 20: 我国产业结构分布.....	12
图表 21: 酒店龙头中高端酒店占比.....	13
图表 22: 今年以来锦江股份净开业酒店结构分布.....	13
图表 23: 2017 年我国中高端酒店竞争格局.....	13

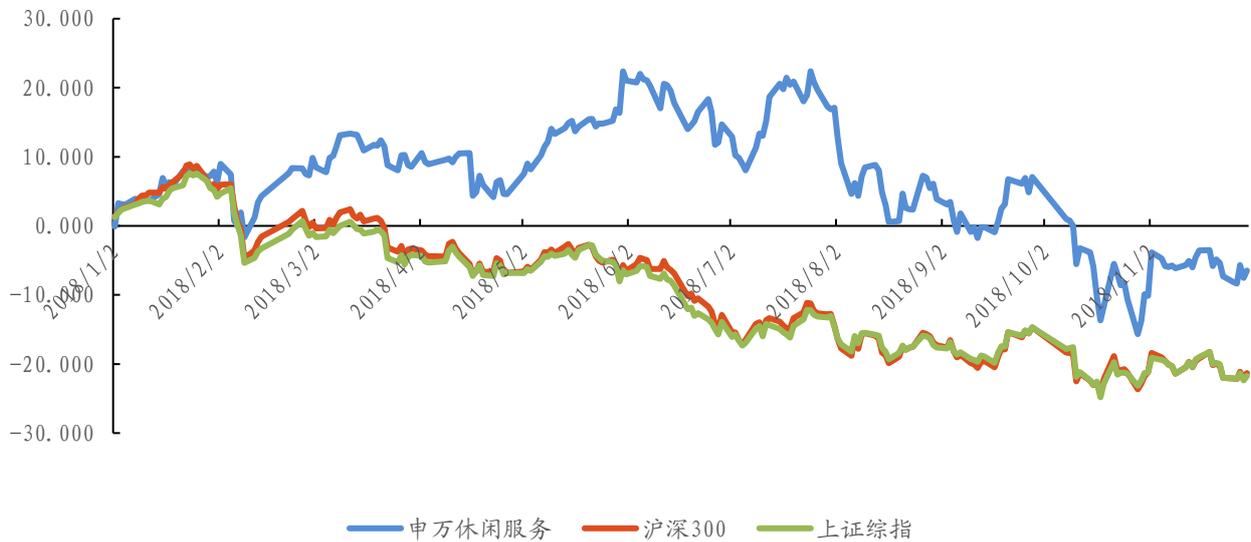
图表 24: 锦江、首旅、华住直营店占比.....	14
图表 25: 我国出境游人数(单位:万人)及增速.....	15
图表 26: 出境游旅客关注问题排行榜.....	15
图表 27: 旅行社组织出境游人数与全国出境游人数(单位:万人)对比....	15
图表 28: 跟团游渗透率提高.....	15
图表 29: 2018 上半年出境游人数增速最高的城市 TOP10.....	15
图表 30: 今年上半年出境游热门目的地 TOP20.....	16
图表 31: 门票降价措施梳理.....	17
图表 32: 板块内个股商誉/净资产情况.....	17
图表 33: 板块内个股商誉/归母净利润情况.....	17
图表 34: 个子版块一致盈利预测.....	18
图表 35: 中国国旅毛利率(单位:%)对标 Dufry.....	19
图表 36: 我国免税市场竞争格局.....	19
图表 37: 中国国旅盈利预测.....	19
图表 38: 科锐国际灵活用工业务收入(单位:亿元)及增速.....	20
图表 39: 科锐国际旗下品牌.....	20
图表 40: 科锐国际盈利预测.....	20
图表 41: 宋城演艺盈利预测.....	21
图表 42: 重点关注标的盈利预测(标*为一直盈利预期)(截至 2018-12-04)	21

1. 2018 年休闲服务行业复盘

1.1. 2018 年休闲服务行业行情回顾

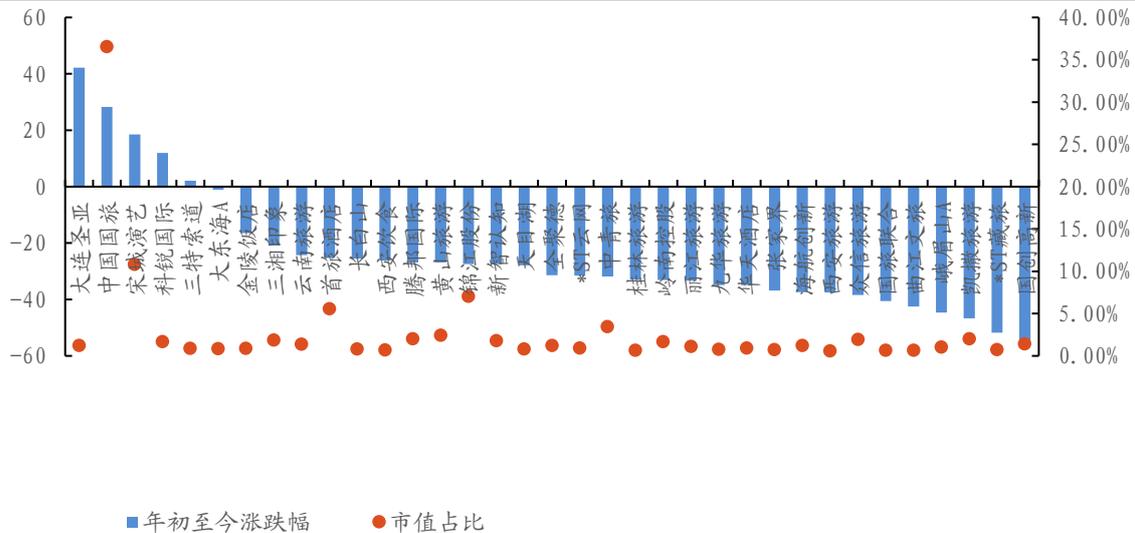
权重股表现亮眼，板块估值回归历史低位。2018 年年初至今(11 月 30 日)申万休闲服务行业下跌 10.66%，跑赢上证综指 11.08pct，跑赢沪深 300 指数 10.63pct，在申万一级行业中涨跌幅排名第二位。涨幅排名居前主要由于权重股的亮眼表现，中国国旅年初至今涨幅 28.23%，市值占比 36.54%；宋城演艺年初至今涨幅 18.53%，市值占比 10.83%。行业整体承压的大背景下，部分优质个股基本面良好、业绩增长靓丽，在市场预期不足的环境下更加受到追捧使得估值水平上升。

图表 1：休闲服务板块与大盘指数年初至今表现



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

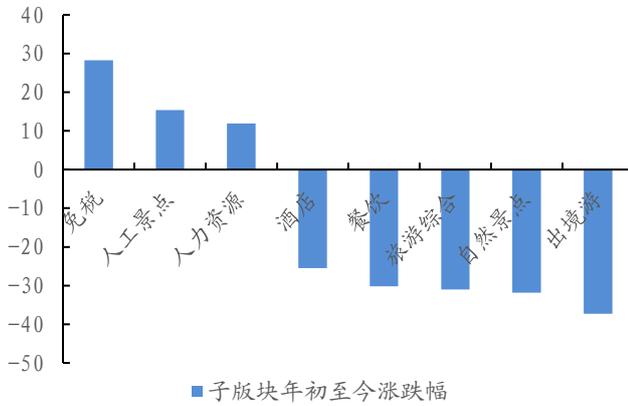
图表 2：休闲服务板块个股涨跌幅以及市值占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

子行业方面，涨幅前三名分别为：免税 (+28%)、人工景点 (+15%)、人力资源 (+12%)。跌幅前三名分别为：出境游 (-37%)、自然景点 (-32%)、旅游综合 (-31%)。目前，休闲服务板块 PE (TTM) 为 23.56 倍，沪深 300 指数为 10.41 倍，板块估值低于近五年均值，回落于历史低位。

图表 3：子版块涨跌幅水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：休闲服务板块整体 PE (TTM) 水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

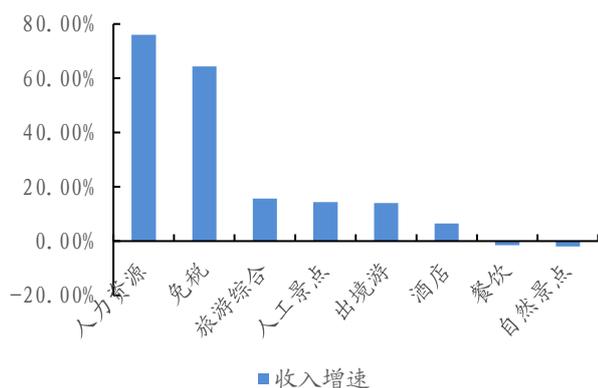
1.2. 休闲服务行业基本面回顾

1.2.1. 上半年表现稳健，Q3 有所回落

休闲服务行业前三季度营业收入增加 26.17%，在申万一级行业中排名第一，净利润增加 34.8%，在申万一级行业中排名第七。高基数下依然保持稳定增长可圈可点，但增速照上半年略有回落（2018 上半年休闲服务行业收入同比增加 30.83%，归母净利润同比增加 38.44%）。

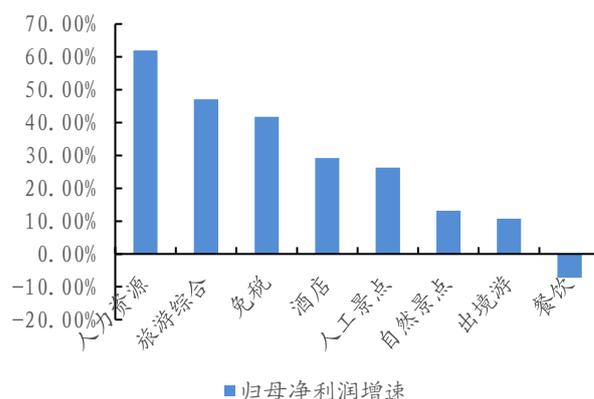
从各个子行业的表现来看，2018 年 1-3 季度，收入增速前三明分别为人力资源、免税和旅游综合。归母净利润端前三名分别为人力资源、旅游综合和免税。人力资源行业唯一股科锐国际灵活用工业务增长迅速，内生外延齐发力；免税行业政策不断放宽，中国国旅免税版图不断扩张，渠道整合加强规模优势显现；旅游综合版块增长主要来自三特索道的低基数反弹（收入+27.87%、归母净利润+1032.43%）以及新智认知转型认知业务的快速增长（收入+22.26%、归母净利润+50.25%）。

图表 5: 子行业收入增速水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 子行业归母净利润增速水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

政策方面, 2018 年 10 月 11 日, 国务院印发《完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020 年)》。2019 年 1 月 1 日起, 新个税法将正式实施, 通过提高免征额、增设与项附加扣除、优化税率结构等措施提高居民可支配收入, 刺激消费需求、调整消费结构。中低收入阶层受益较大且倾向于将收入增量转为消费支出; 而高收入群体的消费支出边际改善相对不明显。

今年以来宏观经济和社零消费数据走弱, 且消费属于后周期性行业, 不免引发市场对于休闲服务消费景气度的担心。休闲服务隶属于可选消费, 社会消费品零售总额统计中并不包括服务型消费, 且休闲服务增长部分来自内部消费结构的升级, 我国消费支出也有向可选消费转移的趋势, 因而我们认为休闲服务的景气程度和宏观经济以及社零消费数据并不是简单的正相关关系, 不同细分领域因为增长驱动因素差别较大, 挖掘驱动因素与宏观经济相关性较弱的子行业, 依然存在穿越周期的机会。

图表 7: 节税措施及效果汇总

降税措施	工资	节税额
提高免征额: 3500---5000	5000	45
设立专项附加: 子女教育、继续教育、大病医疗、赡养老人、租房租金、房贷	10000	455
优化税率结构: 扩大 3%、10%、20% 三级低税率的级距 缩小 25%税率的级距, 30%、35%、45%三档 较高税率不变	15000	1080
/	20000	1530
/	30000	2030
/	40000	2105

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.2. 免税行业：政策放宽+消费回流，行业仍有巨大上升空间

我们认为免税行业的增长主要来自免税政策的不断放宽、免税牌照的集中以及奢侈品消费回流。免税牌照方面，我国目前一共有 7 家免税运营商，中免集团是唯一被授权在全国范围开展免税业务的企业，为公司在全国范围内进行扩张打下了基础。2016 年，中免销售额 12.83 亿欧元排名全球第 12 名，日上独家经营北京上海机场免税店，销售额 15.3 亿欧元排名全球第 10 名，2017 年 7 月中免在国资委的支持下宣布出资 3882 万元收购日上中国 51% 的股权，2018 年 2 月，中免再次出资 15.05 亿元受让佰瑞投资和上海文语斋持有的日上上海 51% 的股权。目前中免集团在免税行业呈一家独大的态势。

图表 8：我国主要免税运营商及其经营范围

运营商	经营范围
中免集团	全国范围内边境口岸、三亚免税店
日上（目前已被中免集团收购）	北京首都机场、上海虹桥机场、上海浦东机场免税店
海免	海口美兰机场免税店
中出服	市内免税店（针对归国入境的中国公民）
珠免	珠海主要口岸
深免	深圳主要口岸
港中旅	港中旅哈尔滨中侨免税店

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

中免在机场免税制霸的同时，另一手：离岛免税，也在中免的宏伟蓝图里占据着越来越重要的位置。离岛免税政策是国家赋予海南的一项独有性政策，2011 年 3 月，离岛免税政策正式在海南实施。海南成为继日本冲绳岛、韩国济州岛、台湾的金门、马祖之后第四个执行离岛免税政策的区域。丰富的旅游资源为海南免税产业的发展提供了得天独厚条件，国家也不断出台政策加以扶持，在购物限额、覆盖商品、购物次数等方面不断加码。2018 年 11 月 28 日，海南免税政策再次调整，将免税额度提升为 30000 元每人每年，不限次，且岛内岛外居民无差别，有助于提升免税购物规模，但目前存在的限制因素还是比较多的，包括购物次数、购物类别、商品件数、单件商品额度等等，对总额度的提升对客单价的提振效果有限，未来仍有进一步打开的空间。

图表 9：我国海南离岛免税政策梳理

时间	政策调整内容
2011 年 4 月	额度 5000 元，限次、限值、限量、限品种
2012 年 11 月	限额提高至 8000 元，分段征税、品类拓宽、消费者年龄标准降低（18 岁至 16 岁）
2016 年 1 月	免税额度提高至 16000 元（岛外居民），取消岛外居民购物次数限制
2017 年 1 月	对海南铁路离岛旅客相关免税购物的适用范围、免税额度进行了规定
2018 年 2 月	设立博鳌机场免税提货点

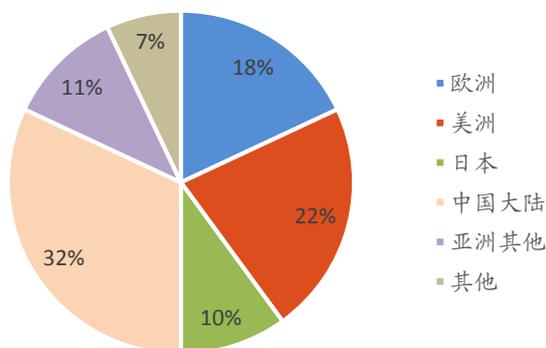
2018 年 12 月

免税额度提高至 30000 元（岛内岛外），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品。

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

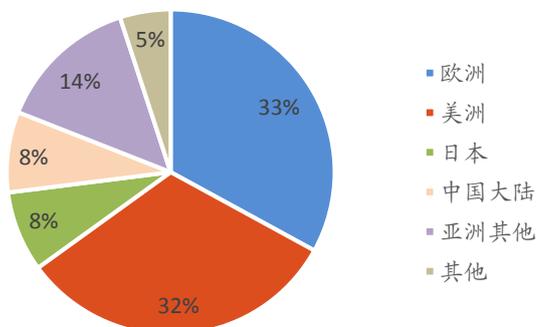
我国具有很强的高端消费能力，但是高端消费外流严重。2017 年我国消费者奢侈品消费额占全球市场的 32%，但以中国为消费地为的奢侈品消费占比仅为 8%。2016 年商务部等 10 部门联合印发《国内贸易流通“十三五”发展规划》，明确提出引导海外消费回流。免税店作为重要的奢侈品销售渠道肩负着消费回流的重任。随着我国免税政策的逐步放开，免税商品种类日趋齐全，龙头企业发挥规模优势赋予免税商品更加优惠的价格，我国免税行业在全球的市场份额还有很大的提升空间。

图表 10：2017 年奢侈品消费者国籍分布



资料来源：贝恩咨询，东方财富证券研究所

图表 11：2017 年全球奢侈品消费地分布



资料来源：贝恩咨询，东方财富证券研究所

发展市内免税店，毛利率有望进一步提升。目前我国市内免税店贡献收入的占比还很小。2017 年韩国免税行巨头乐天有 80% 的营收由市内免税店贡献。通过与机场免税店的对比，市内免税店有如下优点：

图表 12：市内免税店与机场免税店对比

	机场免税店	市内免税店
成本	机场享有 40% 以上的扣点率，是机场免税店的主要成本之一	没有扣点率的要求，只是店铺租金
经营面积	机场面积有限，免税店铺面积通常较小	市内免税店没有面积的限制，如三亚海棠湾免税城可以构建一个度假园区
购物时间	受搭乘航班限制，购物时间通常有限	没有时间限制

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

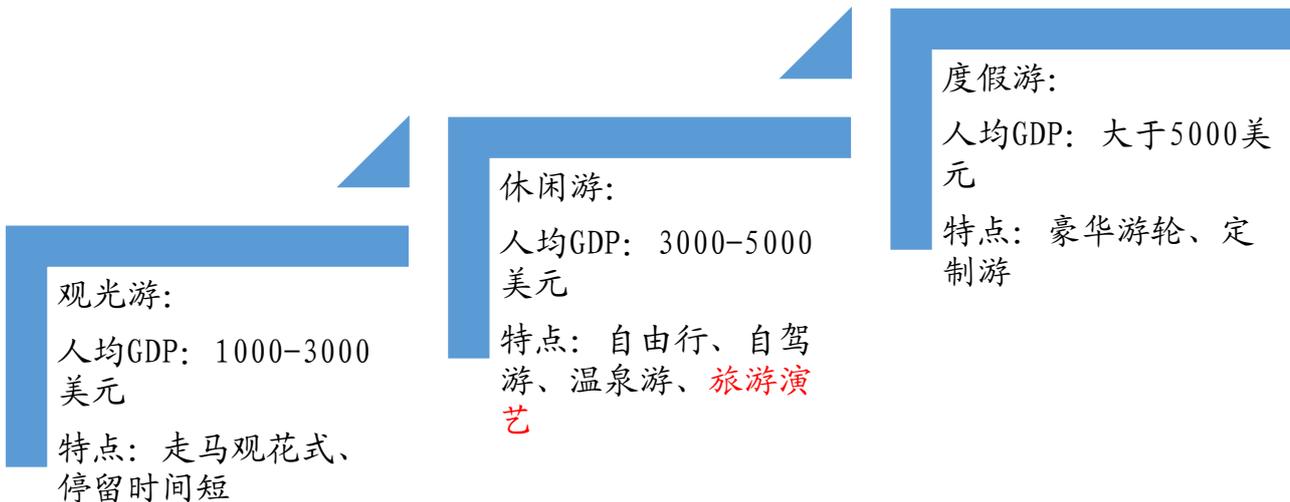
目前我国除三亚市内免税店规模较大之外，还有 13 家市内免税店，1 家由港中旅集团运营，另外 12 家由中出服公司运营，体量都相对较小。政策上，我国已经明确在海南增设更多的免税店，目前确定的是在三亚和海口各一家。

中国国旅的招股说明书显示，公司拥有国务院批准的北京、上海、青岛、厦门、大连 5 座城市的市内免税店经营牌照。2017 年之前中免和日上尚未整合，中免在北京和上海设立市内免税店或面临机场提货问题，如今两者深入整合，我们认为未来在市内开设更多的免税店的机会大大增加。行业盈利能力还有向上空间。

1.2.3. 人工景区行业：主题公园正兴盛，轻资产输出提升盈利能力

旅游需求正在发生转变，休闲度假游正在兴起。历史表明，当人均 GDP 达到 5000 美元左右时，旅游需求将从观光游转为休闲度假游。2011 年，我国人均 GDP 达到 5000 美元，国内发达地区休闲度假游需求旺盛。但是我国地域发展水平不均衡和城乡差异化导致我国旅游发展较人均 GDP 水平相对滞后，大部分地区还处于由观光游向休闲游转型的过程中。以主题公园为代表的旅游演艺享受次轮转型红利，客流量稳步提升，具有一定的抗周期性，表现普遍好于传统自然景区。人工景区宋城演艺 2018 前三季度收入增长 6.8%，自然景区板块不少公司营收下滑，黄山营收-9.6%，峨眉山营收-1.3%。业绩端表现来看，宋城演艺和中青旅（古北水镇、乌镇）扣非归母净利增速约 20%，黄山和峨眉山则为-3.76%和 9.03%。虽然人工景区增长也显现出一定压力，但其收入和利润增速还是明显优于传统自然景区。

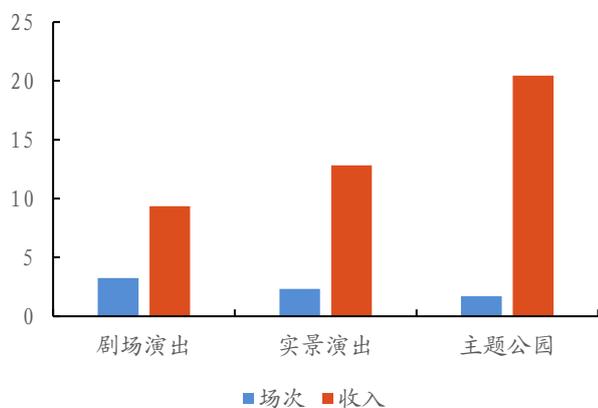
图表 13：我国不同时期旅游发展



资料来源：东方财富证券研究所

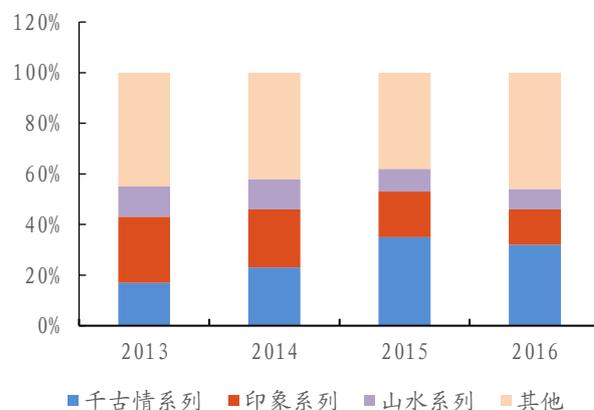
2017 年，全国旅游演艺共计 7.25 万场，比 2016 年上升 8.51%；实际票房收入 42.62 亿元，比 2016 年上升 0.79%，行业发展较为平稳，但我国市场较为分散，游客数量巨大，各演艺项目在存量市场中抢夺市场依然大有可为。2017 年驻场演出 3.24 万场，票房收入 9.34 亿元；大型实景演出 2.32 万场，票房收入 12.82 亿元，主题公园演出（有直接票房收入的）1.69 万场，票房收入 20.46 亿元。主题公园以 20%左右的场次产生了将近 50%的收入。主题公园演艺项目具备诸多优势：可以协同公园娱乐，从而具有更高的附加值；多为室内演出对天气依赖程度较低；故事性强，雅俗共赏；标准化程度较高，复制性强等，在旅游演艺市场取得不俗表现。目前旅游演艺市场中，千古情（主题公园）、印象（实景演出）和山水系列（实景演出）稳居市场前三名，千古情系列市占率逐年上升，取得远超行业水平的增长。

图表 14：2017 年各类旅游演艺场次（单位：万）以及票房收入（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

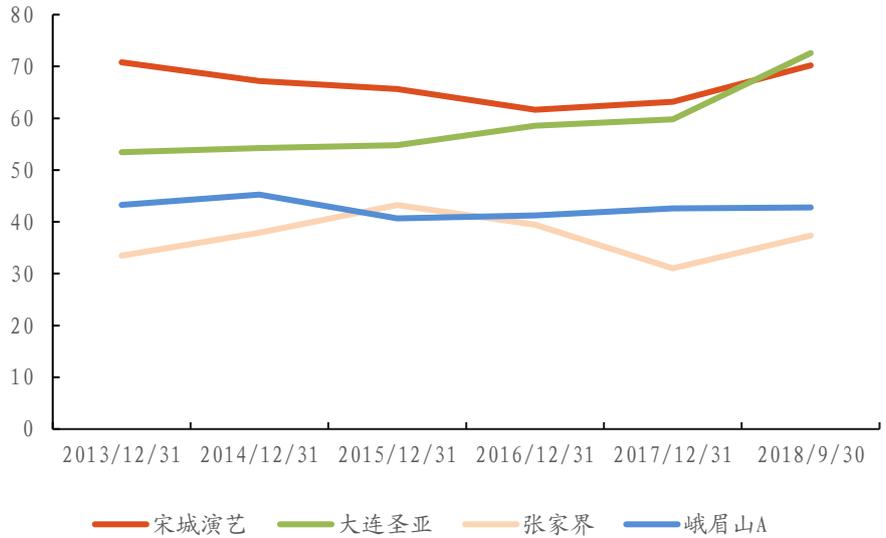
图表 15：旅游演艺市场竞争格局



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

除收入端不断提高外，运营能力强大的主题公园还可进行品牌授权以进行轻资产输出。以宋城演艺为例，公司轻资产输出项目前期收取品牌授权、项目规划、剧目设计等一揽子服务费约 2.6 亿元，后期项目进入运营状态后收取门票收入的 20%作为销售分成。相比自营投资的千古情项目，轻资产项目不需要公司出资，收入贡献相对确定，承担风险小，筹备阶段 2.6 亿元服务费收入会在两三年内确认；由于公司提供的是品牌和管理输出，成本主要为派驻人员的差旅费和薪酬，因此利润率较高。大连圣亚前期全国布局多采用重资产模式，负债率节节攀升，公司也开始谋求其他扩张模式，出让小部分项目股权于国有企业，国有企业成立旅游专项基金投入公司在建项目，以此来减小公司前期大量的资金投入，控制项目风险，提升项目利润率。我们认为轻资产输出模式会在未来取得长足发展，为提高企业盈利能力的重要抓手。

图表 16: 主题公园类公司与传统景区公司毛利率对比

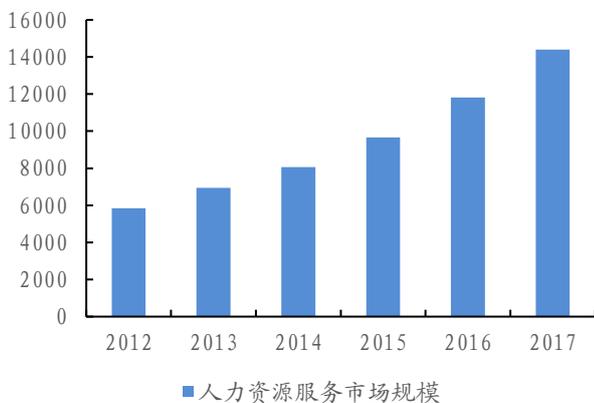


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.4. 人力资源行业: 方兴未艾, 政策+意识导向, 高增长可期

我国人力资源行业起步较晚, 目前受益于我国产业结构调整、企业转型升级和异地扩张, 处于快速发展中。2017 年我国人力资源行业实现收入 1.44 万亿, 据前瞻产业研究院数据测算, 2017-2022 年我国人力资源收入复合增长率可达 15%-20%。我国人力资源行业非常分散, 平均每个人力资源企业员工数量为 20 人左右, 不过近年来有上升趋势, 优质企业不断做大做强, 兼并、重组了一些较小规模的人力资源服务企业。2017 年 10 月人社部印发《人力资源服务业发展行动计划》, 到 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, 行业内优质企业将得到政府支持收获行业红利。

图表 17: 人力资源服务市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

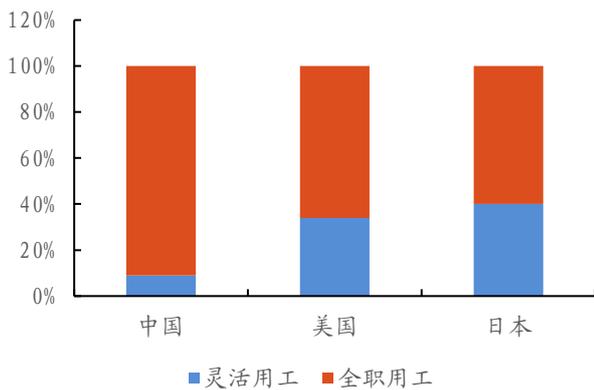
图表 18: 人力资源服务机构数量 (单位: 万家)、从业人员数量 (单位: 万人) 以及单位企业员工数



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

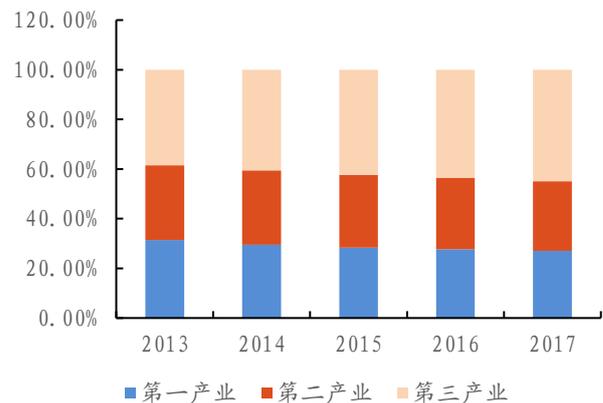
欧美发达国家人力资源行业发展较为成熟，三大巨头（德科、任仕达、万宝盛华）皆为灵活用工起家。我国灵活用工渗透率还很低，采用灵活用工的企业约为 9%，对标美国 34%、日本 40%的渗透率水平还有很大的提升空间。渗透率的差距原因：1) 灵活用工的岗位多为服务也岗位。我国第三产业发展较晚，第一、第二产业占比较高，因此灵活用工没能过多渗透到就业岗位当中。随着我国第三产业占比逐渐升高，灵活用工有望蓬勃发展。2) 目前我国国民对从事灵活用工的认可程度还不高，目前我国从事灵活用工的人口约 500 万，截至 2017 年底我国就业人口为 77640 万人，灵活用工就业人口占比还不足 1%，而在欧洲，灵活用工已占到欧盟总就业人口的 12.1%，在西班牙、波兰甚至达到 20% 以上，每人一生平均要换 9 次工作，高劳动力流动率为社会生活常态。未来随着人们就业观念的转变，我国愿意从事灵活用工的人口有望得到提升。伴随着宏观经济下行叠加公司产业结构升级需求，岗位灵活性对于大型企业尤为重要。根据兼职猫和 Hroot 在 2018 年 2 月联合发布《2017“灵活用工”生态白皮书》，两家机构预计国内的灵活用工行业收入规模有望从 2016 年的 1.93 万亿增长至 2025 年的 12.04 万亿，未来 8 年的复合增速有望达到 19.4%，行业潜在空间可观。

图表 19: 灵活用工渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 20: 我国产业结构分布



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

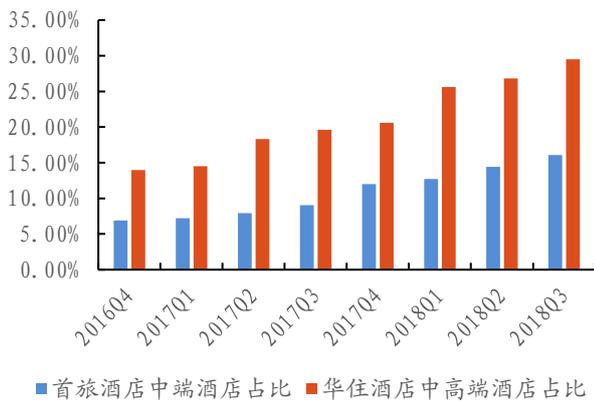
1.2.5. 酒店行业：Revpar 承压，中高端+加盟扩张支撑业绩增长

目前我国有限服务酒店行业竞争格局已定，形成锦江股份、首旅酒店和华住酒店三足鼎立的态势。2017 高基数+今年宏观经济放缓的双重压力下，2018 年锦江股份和首旅酒店 OCC 均下滑（华住 OCC 优于首旅和锦江，但 Q3 入住率同样下滑）；ADR 和 Revpar 增速放缓，龙头估值均有所回落。我们认为酒店龙头在经济下行、Revpar 增速放缓的背景下，业绩仍有支撑，原因如下：

1) 中高端酒店占比提升带动房价提升。三大龙头对中高端酒店的布局均在提速。中端酒店因为其更好的设施和服务可以获得更高的提价空间。根据三大龙头的公司财报，中高端酒店比经济型酒店入住率略低，但是中高端酒店的平均房价是经济型酒店的 2 倍左右，因此中高端酒店可以获得 1.5 倍于经济型酒店的 Revpar。根据华住 2018 年 3 季报，华住中高端酒店房间数占比约 36%，却贡献了总收入的 51%。同时因为中高端酒店房价较高，做直营店也更能承受房租上升的压力，而做加盟店因为几乎没有成本，也可以更快的提升酒店的收

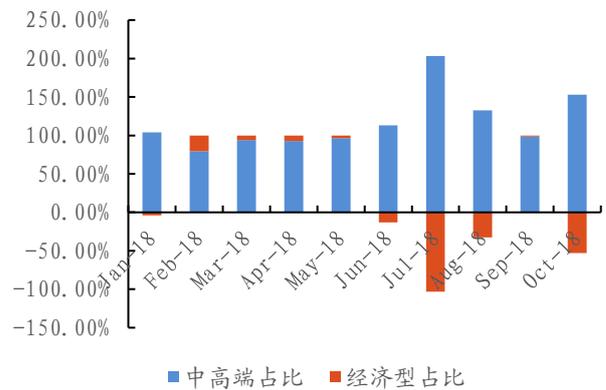
入。我国前三酒店集团中，锦江和华住的中高端酒店占比较高，约为 30%；首旅酒店布局稍显落后，中高端酒店占比约为 16%。但对标美国酒店行业仍存在差距（美国中高端酒店占比为 80%）。从下图我们可以看出，三大龙头中高端酒店占比不断提高，新开酒店中绝大部分为中高端酒店，锦江股份今年下半年几乎每个月都伴随着经济型酒店的关店，一部分为关店的经营不善的直营店，一部分则暂时关店进行翻修升级以改造成中高端酒店。首旅酒店 11 月 26 日盘后发布公告，拟向激励对象定向发行公司股票，拟授予高管、中层和核心骨干（不超过 266 名）不超过 9,711,095 股限制性股票，授予价格 8.63 元/股；2019-2021 年限售期解除条件之一即为 19-21 年中高端酒店收入占比不低于 34%/36%/38%，将中高端酒店布局放在重要的战略地位。

图表 21: 酒店龙头中高端酒店占比



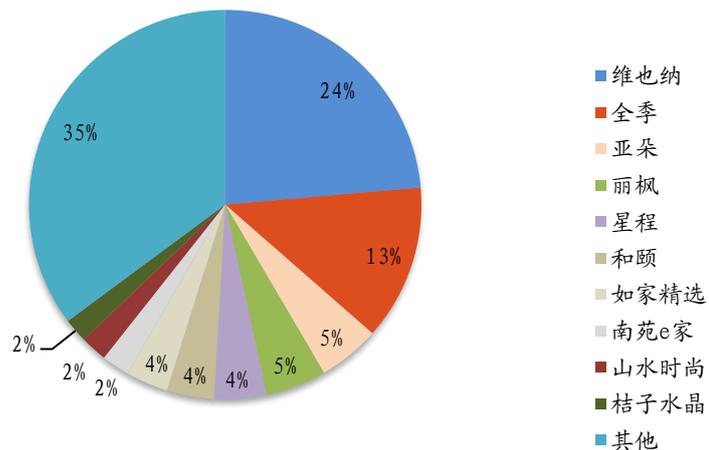
资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 22: 今年以来锦江股份净开业酒店结构分布



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 23: 2017 年我国中高端酒店竞争格局



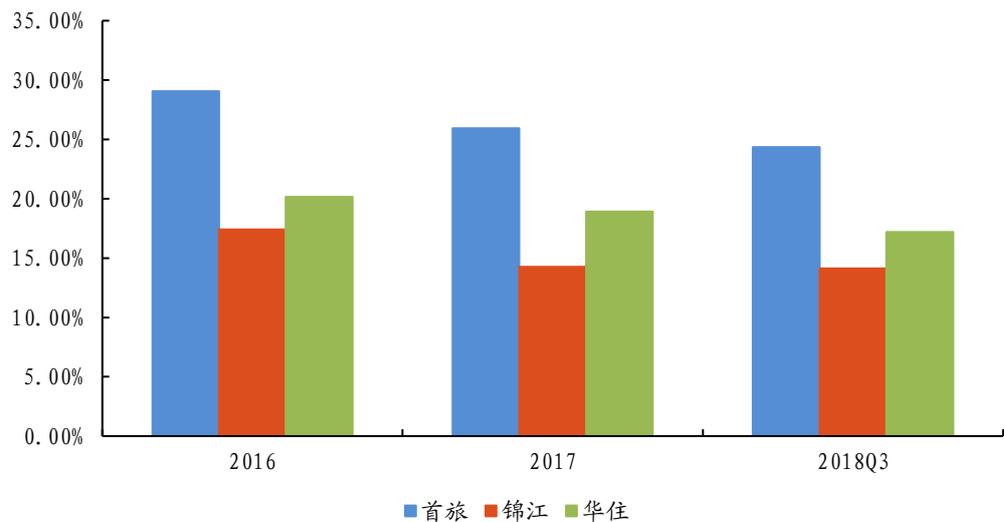
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2) 加盟扩张提升公司盈利能力。如今酒店行业进入整合期，为酒店集团进行加盟扩张提供了土壤。单体酒店因为缺乏品牌优势和规模效应，目前出路主要有两个：(1) 依靠 OTA 为其导流。(2) 投靠加盟大酒店集团。越来越多的单体酒店在 OTA 的高分成压力下选择加盟酒店集团，成为大酒店集团的加盟商虽然前期投入（品牌加盟费、预定系统使用费、装修费等等）比较

高，但是可以依靠集团品牌优势吸引顾客，运营也更加系统化和标准化，更加有利于单体酒店的长远发展。我国酒店行业连锁化率约为 25%，对标美国还有很大的提升空间。

目前三大龙头经历了品牌培育期，竖立了垄断地位和品牌优势，均进入轻资产扩张阶段，新开店中加盟店占比 90%以上。加盟店收入模式为前期一次性品牌授权费+后期营业收入分成，抗周期性更强，受利润波动影响较小。成本端主要为前期装修成本以及所派管理人员的工资，不必考虑租金上涨带来的风险，盈利能力更强。目前酒店集团加盟店占比逐渐提高，在下行周期降低经营杠杆有助于更加稳定的业绩表现。

图表 24：锦江、首旅、华住直营店占比

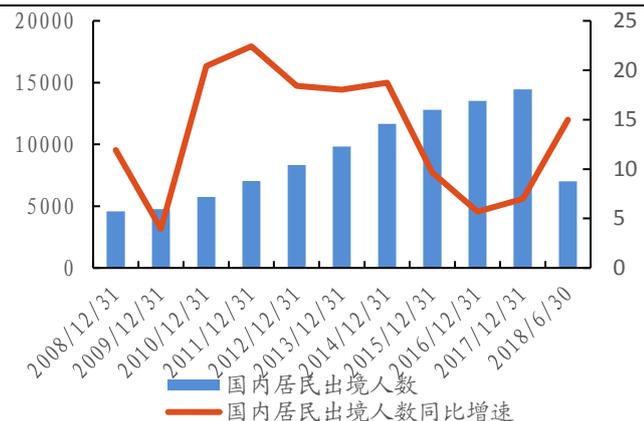


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2.6. 出境游行业：上半年高景气，目的地事件削弱短期需求

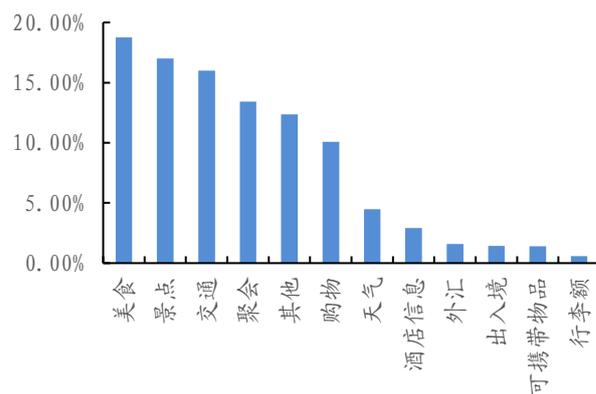
我国出境游行业增速 2016 年触底反弹，2017 年我国出境游人次同比增加 7%，2018 年上半年行业景气度持续回升，出境游人次同比增加 15%。根据携程的出境游大数据报告，旅客出境游对购物的关注度有所下降，排名前三位的咨询内容为美食、景点和交通。

图表 25: 我国出境游人数 (单位: 万人) 及增速



资料来源: Wind, 东方财富证券研究所

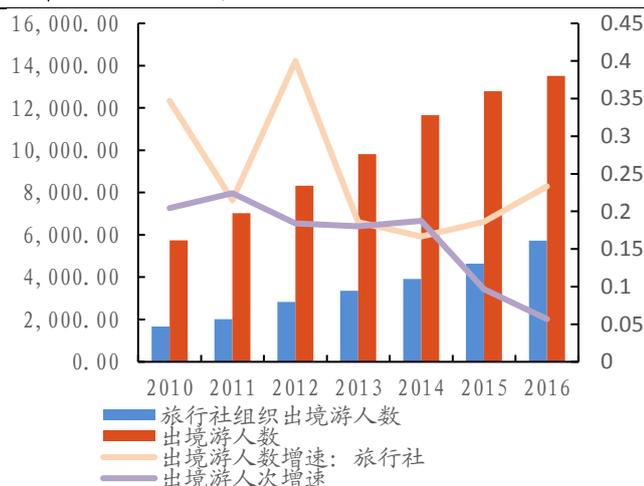
图表 26: 出境游旅客关注问题排行榜



资料来源: 携程大数据报告, 东方财富证券研究所

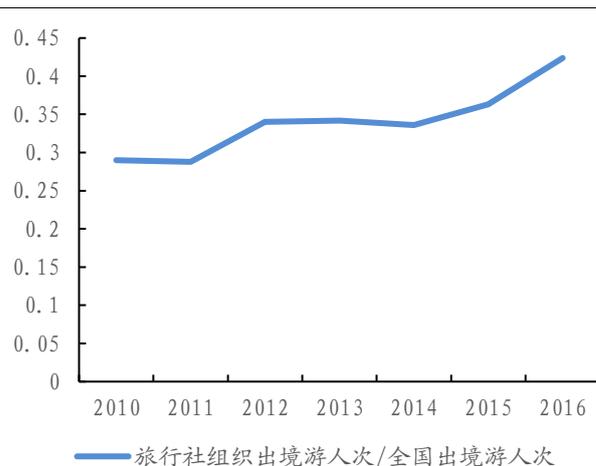
在出境游兴起的进程中, 旅行社依然扮演着重要的角色。旅行社组织出境游人次保持高增长, 与全国出境游总人数增速的差距逐渐拉大, 旅行社组织出境游人次占全国出境游总人数的比重也在逐年上升。

图表 27: 旅行社组织出境游人数与全国出境游人数 (单位: 万人) 对比



资料来源: Wind, 东方财富证券研究所

图表 28: 跟团游渗透率提高



资料来源: 携程大数据报告, 东方财富证券研究所

目前, 我国一线城市出境游人次趋缓, 部分二三线、三四线城市出境游人数出现爆发性增长。由于爆发式增长的出游客群多为出境游“新手”, 因此在目的地方面, 短途目的地为流目的地。

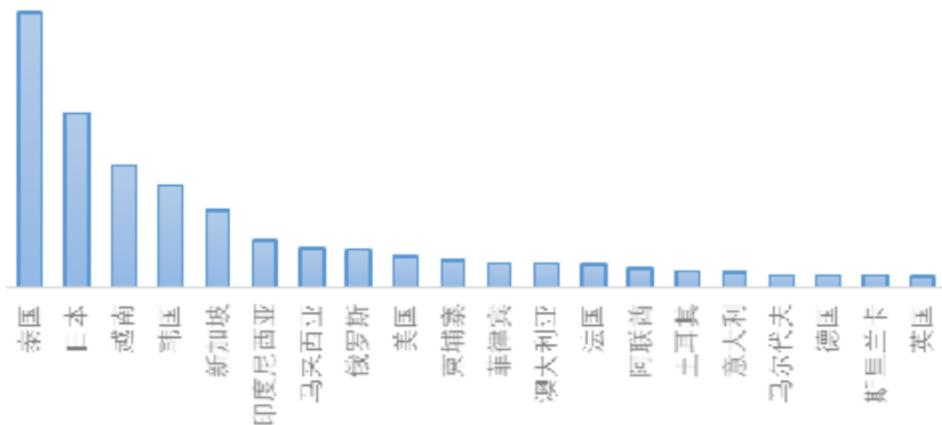
图表 29: 2018 上半年出境游人数增速最高的城市 TOP10

排名	城市	增速
1	西安	180%
2	贵阳	175%
3	南昌	162%
4	昆明	155%

5	郑州	146%
6	太原	123%
7	重庆	120%
8	济南	115%
9	合肥	110%
10	常州	107%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 今年上半年出境游热门目的地 TOP20



资料来源: 《2018 上半年出境游大数据报告》, 东方财富证券研究所

今年目的地特殊事件频发, 泰国沉船事件和日本台风对短期需求产生不利影响, 由于泰国和日本为我国出境游的重要目的地, 旅企普遍对今年的形势持乐观态度, 在东南亚目的地进行了较多的布局, 因而受突发事件影响较大, 因 Q3 出境游企业增速普遍放缓。众信旅游 Q3 收入-13.65%, 归母净利润-15.60%; 凯撒旅游 Q3 收入+11.45%, 归母净利润+11.03%; 腾邦国际 Q3 收入+38.36%, 归母净利润+28.96%。腾邦国际因有金融板块业务+俄罗斯航线运营良好在收入和利润上略好于众信和凯撒, 但相比 Q2 同样明显放缓 (Q2 收入+69.77%, 归母净利润+46.97%)。

目前日本出境游数据已经回暖, 泰国沉船事件还在持续发酵中, 我国赴泰旅客依然逐月下滑, 预计短期内出境游企业业绩承压。但长期来看, 我国旅游市场巨大, 我国龙头旅行社的市占率不足 5%, 市场集中度还有很大空间。我国公民的旅行支出也逐渐具有刚需色彩。行业稳步发展的基本面并没有改变。今年以来, 宏观经济放缓、人民币汇率贬值、目的地特殊事件多重负面因素影响下, 出境游企业估值大幅回调。静待负面事件影响力减弱, 行业回暖业绩弹性释放, 长期看仍具有配置意义。

1.2.7. 传统景区行业: 门票降价倒逼产品升级, 交通改善有望带来增量

我国传统景区上市公司收入中门票占比高, 受门票降价影响, 我国传统景区上市公司收入普遍下降。旅游高峰期传统景区面临游客数量瓶颈, 交通改善的红利也很难发挥出来。此外, 其他配套设施不完善, 也使得景区内内容过于单

薄，无法适应旅客从观光需求到休闲度假需求的过渡。长期来看，门票降价将倒逼上市景区公司拓宽产品内容，减少对于门票经济的依赖，注重游客体验，打造更为全面的旅行生态圈，随着未来错峰出行意愿增加，交通改善有望带来游客增量。

图表 31：门票降价措施梳理

公司	措施
张家界	武陵源核心景区：旺季门票降为 225 元/人次（原为 245 元），淡季门票降为 115 元/人次（原为 136 元）
峨眉山 A	峨眉山景区：旺季门票从 185 元/人降为 160 元/人
黄山旅游	黄山风景区：旺季门票由 230 元/人降为 190 元/人。
丽江旅游	玉龙雪山索道：从 180 元降为 120 元；云杉坪索道：从 55 元降为 40 元；牦牛坪索道票价：从 60 元降为 45 元。
云南旅游	昆明世界园艺博览园：从 100 元/降为 70 元/人次
00460.HK	四环医药

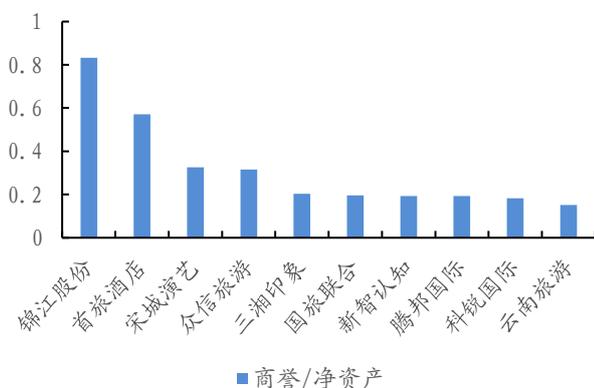
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 休闲服务行业商誉情况梳理

11 月 16 日，证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，揭示商誉后续计量环节的有关会计监管风险，严格减值测试方式、缩短商誉及其减值情况披露周期、提高信息公开透明度，重点在于加强对商誉风险的管控，从而可能会对商誉值较高且存在减值风险的企业产生一定的业绩压力。于是我们对旅休闲服务板块上市公司的商誉问题进行了统一的梳理。

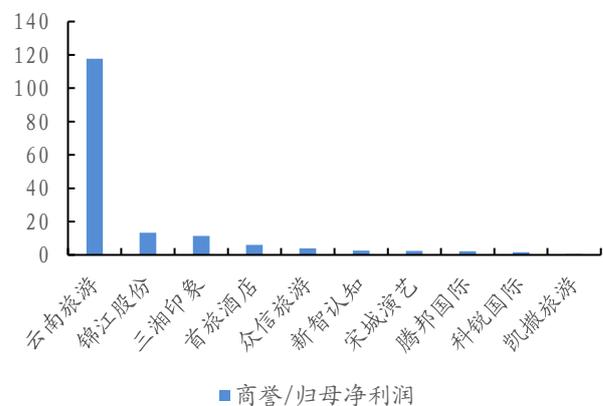
截至 2018 年 Q3，休闲服务板块商誉占净资产的比重以及业绩的比重分别为 23.89%和 298.25%，商誉比较集中，目前相对主要集中在有限服务酒店、演艺及出境游三大板块，其他景区、免税板块影响相对较小。

图表 32：板块内个股商誉/净资产情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 33：板块内个股商誉/归母净利润情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

酒店板块：A 股酒店龙头首旅酒店和锦江股份在扩张过程中都发生过重大的并购。锦江股份形成商誉源自对铂涛、维也纳和卢浮的收购，合计商誉 112.76

亿；首旅酒店商誉主要来自收购如家酒店 45.17 亿元，以及收购南苑股份形成商誉 1.94 亿元。我们认为有限服务酒店行业格局已定，龙头优势明显，下行周期依靠加盟输出和酒店产品升级依然具有业绩支撑，且被收购标的被收购时处于经营低估，贡献利润稳定，因此我们认为酒店行业商誉整体可控。

演艺板块：宋城演艺 2015 年以 26 倍 PE 收购六间房带来的商誉问题一直被市场所关注。上市公司目前已经公告相关出表安排，预计在今年底和明年 4 月 30 日之前分两步走，通过换股和部分老股转让的方式使其对六间房持股比例低于 30%，从而有望在明年将六间房转为长投科目，解决商誉问题，建议持续跟踪六间房剥离进度。

出境游板块：主要包括众信旅游、凯撒旅游和腾邦国际，相对而言并购较多但比较零散，单一资产的商誉减值对公司业绩不会带来重大影响。我们认为应该关注规模较大的被收购标的的经营情况。如众信旅游收购竹园国旅、腾邦集团收购喜游国旅、凯撒旅游收购天天商旅等。目前来看，下半年因为目的地特殊事件导致旅行社业绩短期承压，但公司品牌影响力和行业长期发展趋势没有发生根本变化，风险仍相对可控，建议跟踪收购标的的发展情况以及系统性风险带来的收购标的的整体风险。

人力资源板块：商誉主要来自科锐国际收购 Investigo 形成商誉 0.43 亿，目前经营状况良好，减值风险很小。

2. 2019 年休闲服务行业投资策略

今年以来宏观经济和社零消费数据走弱，且消费属于后周期性行业，不免引发市场对于休闲服务消费景气度的担心。休闲服务隶属于可选消费，社会消费品零售总额统计中并不包括服务型消费，且休闲服务增长部分来自内部消费结构的升级，我国消费支出也有向可选消费转移的趋势，因而我们认为休闲服务的景气程度和宏观经济以及社零消费数据并不是简单的正相关关系，不同细分领域因为增长驱动因素差别较大，挖掘驱动因素与宏观经济相关性较弱的子行业，依然存在穿越周期的机会。我们认为免税（政策不断放开，垄断优势显著，毛利率有提升空间）、人力资源（就业观念转变，政策支持，业务转型升级带来的岗位外包需求增加）、旅游演艺（休闲度假游兴起，轻资产输出模式提升盈利能力）行业的驱动因子对宏观经济较为不敏感，在当下时点应当积极关注。后期若宏观经济企稳，也可关注前期估值下杀严重，业绩弹性较大的出境游龙头企业。各子版块盈利预测和具体个股推荐如下：

图表 34：个子版块一致盈利预测

行业	净利润增速		PE	
	2018	2019	2018	2019
免税	43.4%	26.5%	31.61	24.71
人力资源	52.70%	27.7%	47.63	36.17
人工景区	28.22%	13.19%	25.47	22.51
出境游	34.62%	24.90%	18.86	15.10
酒店	27.03%	18.89%	21.17	17.81
旅游综合	34.87%	20.75%	18.26	15.13
传统景区	8.40%	12.20%	21.34	19.02

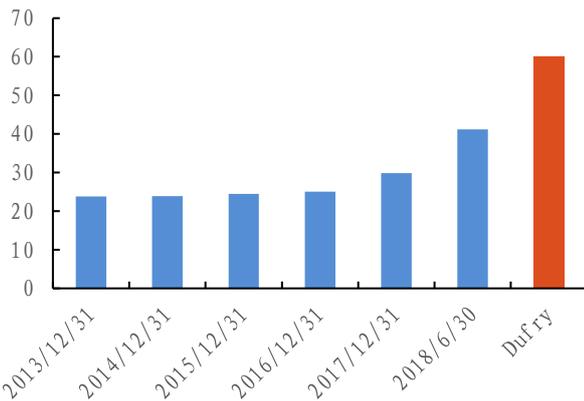
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.1. 中国国旅：一家独大，政策红利不断

内生外延齐发展，垄断地位不断加强。中国国旅在传统机场免税+三亚市内免税店基础上，17-18 年中免集团先后收购日上中国和日上上海 51% 股权，将首都机场、上海浦东和上海虹桥机场免税店收入囊中，同时中标香港机场烟酒段运营权、获得广州/成都/昆明等机场免税运营权，并通过了在澳门设立市内免税店的提案，此外公司有望开启整合海免事项。2017 年，中免+日上合计市占率约 80%，海免市占率 6.6%，若公司实现控股海免，其国内市占率有望超过 86%，护城河将更加牢固。如前文所说，行业政策有进一步打开的空间，免税龙头将独享行业红利。

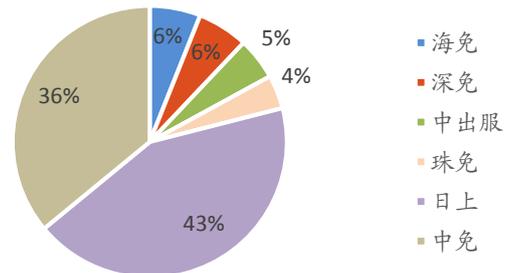
公司不断壮大的过程中，可以更好的发挥规模效应。公司作为我国第一大免税龙头，采购议价能力有望不断提升，议价能力的提升有望提高毛利率，应对汇率贬值等负面影响。对标免税巨头 Dufry，公司的毛利率约有 10pct 的空间。

图表 35：中国国旅毛利率（单位：%）对标 Dufry



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 36：我国免税市场竞争格局



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

预计公司 18/19/20 年营业收入 411.71/517.76/586.73 亿元，归母净利润 36.55/45.10/53.86 亿元，EPS 1.87/2.31/2.76 元，PE 27/22/18 倍。

图表 37：中国国旅盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	28282.29	41171.41	51775.66	58673.46
增长率 (%)	26.32	45.57	25.76	13.32
EBITDA（百万元）	3948.83	5741.14	7010.88	8486.58
归母净利润（百万元）	2530.76	3654.82	4509.99	5385.66
增长率 (%)	39.96	44.42	23.40	19.42
EPS (元/股)	1.30	1.87	2.31	2.76
市盈率 (P/E)	38.37	26.57	21.53	18.03
市净率 (P/B)	6.92	5.93	4.94	4.08
EV/EBITDA	21.71	14.18	11.02	8.46

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 科锐国际: 灵活用工快速发展, 行业前景广阔

上一章讲到 2018 前三季度人力资源板块在收入和业绩端都有亮眼表现(收入+76.02%, 业绩+41.79%), 且受益于政策支持和就业观念的转变, 我国灵活用工的渗透率还有很大的提升空间。科锐国际为 A 股唯一一家人力资源企业, 灵活用工为公司主要的拓展方向。2017 年以来, 公司灵活用工业务增速维持在 40%以上。公司产品复购率 75%以上, 且随着灵活用工普及度提高, 公司新客户增多, 高增速有望维持。公司注重经营效率, 对员工设立严格的考核指标, 要求公司产品在客户 HR 采购总额占比稳步提升, 提升公司的行业竞争力。

图表 38: 科锐国际灵活用工业务收入(单位: 亿元)及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 科锐国际旗下品牌



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

一体两翼, 以技术赋能, 覆盖招聘全周期。公司进一步打造“技术+服务”的产品内容, 设计线上产品翰林派、科锐派、睿聘等, 扩充大客户的服务质量, 提升客单价, 同时也可将产品销售给更多的长尾客户。18Q3 公司人均创归母净利润 4.4 万元, 同比提升 19%。未来随着与 Investigo 的进一步整合, 人均产出还有上升空间。经济下行期间, 企业更在意工作岗位的灵活性, 岗位外包需求升高, 灵活用工业务具备一定的抗周期性。灵活用工业务收入以岗位工资为基准, 因而公司也具备一定的抗通胀性。

图表 40: 科锐国际盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1135.07	2048.00	3230.70	4035.60
增长率(%)	30.75	80.43	57.75	24.91
EBITDA(百万元)	116.36	152.30	210.78	271.45
归母净利润(百万元)	74.34	105.69	141.66	186.06
增长率(%)	20.78	42.18	34.03	31.34
EPS(元/股)	0.41	0.59	0.79	1.03
市盈率(P/E)	57.75	40.62	30.30	23.07

市净率 (P/B)	6.87	5.96	5.05	4.19
EV/EBITDA	32.51	23.87	16.60	12.18

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.3. 宋城演艺: 储备项目丰富, 复制输出扩张能力优异

公司为主题公园模式, 休闲主题景区更契合国人旅游需求, 同时景区收入结构多元化, 附加值高, 毛利率水平高, 长期来看更有发展机会。公司经过长时间的历练, 目前产出作品标准化较高, 非常易于复制。公司目前西安、上海、张家界的项目都在稳步推进中, 新项目观众基数为存量项目(三亚、杭州、丽江)的 3 倍, 在存量项目成功的运营经验下, 新项目收入增量可期。公司目前轻资产项目也在稳步的推进, 明月千古情项目已于近日开园。轻资产项目前期一揽子收费高, 经营风险小, 长期来看有望推升公司盈利水平和抗周期能力。

公司在营销方面与旅行社保持了常年的良好合作, 在渠道方面有远超同行的执行能力, 公司目前也在大力发展自营渠道, 使得散客和团客更加均衡。子公司六间房剥离目前正稳步推进, 预计于 2019 年出表, 商誉减值问题将得到缓解。

图表 41: 宋城演艺盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3023.83	3455.68	2906.40	3600.90
增长率(%)	14.36	14.28	-15.89	23.90
EBITDA(百万元)	1530.30	1920.61	2216.49	2224.03
归母净利润(百万元)	1067.61	1320.45	1574.35	1592.43
增长率(%)	18.32	23.68	19.23	1.15
EPS(元/股)	0.73	0.91	1.08	1.10
市盈率(P/E)	34.74	28.09	23.56	23.29
市净率(P/B)	5.06	4.37	3.75	3.28
EV/EBITDA	23.41	17.82	14.86	14.03

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

重点跟踪的个股数据如下表:

图表 42: 重点关注标的盈利预测(标*为一直盈利预期)(截至 2018-12-04)

股票代码	公司	总市值 (亿元)	净利润增速		PE		投资评级
			2018	2019	2018	2019	
601888.SH	中国国旅	1108.03	44.42%	23.40%	26.57	21.53	买入
300662.SZ	科锐国际	54.68	42.18	34.03	40.62	30.30	增持
300144.SZ	宋城演艺	329.16	23.68	19.23	28.09	23.56	增持
600258.SH	首旅酒店	176.20	34.41	14.55	18.85	16.46	增持
600754.SH	锦江股份	232.59	26.85	23.95	18.74	15.12	增持
300178.SZ	腾邦国际	65.78	21.86	23.92	17.30	13.96	买入
002707.SZ	众信旅游*	59.72	21.32%	27.08%	21.16	16.65	增持

000796.SZ	凯撒旅游*	61.67	50.07%	23.63%	18.62	15.06	建议关注
-----------	-------	-------	--------	--------	-------	-------	------

3. 风险提示

行业重大政策变化;
宏观经济持续低迷;
地缘政治风险;
自然灾害。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。