

行业研究/中期策略

2019年05月12日

行业评级:

社会服务 增持(维持)
旅游综合 II 增持(维持)

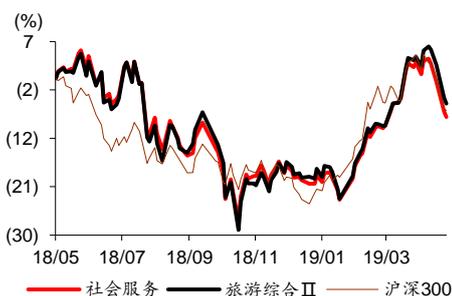
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《社会服务: 二八分化, 龙头壁垒持续提升》2019.05
- 2《社会服务: 行业周报(第十八周)》2019.05
- 3《中国国旅(601888,买入): 免税业务快速增长, 龙头地位持续巩固》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

回暖预期升温, 拥抱核心资产+优质成长

2019年社会服务行业中期策略报告

年初以来承压, 业绩不乏亮点, 下半年复苏预期升温

我们跟踪的重点板块中, 年初至今涨幅分别为: 餐饮旅游指数(+17.31%)、人资服务(科锐国际)(+31.24%)、教育指数(+40.21%)、日用化学用品指数(+16.45%)。18年餐饮旅游、化妆品业绩增速放缓, 19Q1环比改善; 人力资源、职业教育穿越周期高增长。必选消费受经济影响小, 可选消费在经济复苏时弹性更大, 低价可选滞后宏观经济周期约1-2个季度, 高价可选与经济基本同步。降税、促消费政策频出, 19H2有望提振消费, 提升企业盈利, 带来估值、盈利双升。建议关注中国国旅/中公教育/科锐国际/珀莱雅/众信旅游/首旅酒店/锦江股份/广州酒家。

免税: 全球市场保三争一, 免税龙头地位巩固

中国游客海外购物消费规模庞大(测算17年约8000亿), 国内免税销售额在全球占比较低, 长期提升空间广阔。出入境客流、海南游客客流增长, 我国免税销售额有望保持高景气。2018年韩国免税店市场规模约1101亿元人民币, 中国人消费比73.4%, 京沪市内店19年有望落地, 若对国人购买政策放开, 海外消费有望被引导回流, 打开新空间。规模效应有望带来中国国旅毛利率上行, 对标全球龙头Dufry还有较大提升空间。

人力资源服务: 灵活用工需求旺盛, 我国正处快速发展期

企业为优化资源配置、提高组织弹性, 灵活用工需求有望持续提升, 政府积极鼓励行业发展。社保入税、新个税法实施等政策变化对人资企业业务能力提出更高要求, 有助行业规范度提升。科锐国际率先上市, 客户、候选人资源及口碑优势突出, 处业绩高速增长期, 有望借助持续整合市场提升市占率、借助一带一路政策东风发力国际市场。

职业教育: 行业空间广阔, 政策大力扶持

国内就业难度加大, 职业教育为教育行业中政策支持最明确的细分领域, 近年来重磅支持政策不断。职教龙头中公教育已形成重研发、强渠道、快响应的垂直一体化快速响应能力, 产业地位巩固。公司将发展可复制可迭代的管理工程及科技能力作为与业绩同等重要的战略目标, 向运营与科技双驱动的新模式转型, 龙头规模效应有望加速释放。

投资策略: 超配, 拥抱核心资产和优质成长

降税、促消费等政策有助提升居民消费意愿, 消费板块有望受益景气度回升。餐饮旅游板块PETM处历史底部, 建议下半年加大对板块配置, 坚定把握核心资产和优质成长股: 1) 建议关注有坚固基本面支撑的优质核心资产: 免税龙头中国国旅、职教龙头中公教育、酒店龙头首旅酒店/锦江股份、餐饮食品优质标的广州酒家; 2) 化妆品、人力资源服务行业需求旺盛、维持高景气, 出境游行业景气度有望复苏, 龙头业绩有望高增长, 建议关注人资服务龙头科锐国际、国货化妆品品牌珀莱雅、出境游龙头众信旅游。

风险提示: 消费下行、突发事件影响客流、汇率大幅下降。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002707	众信旅游	6.23	增持	0.03	0.3	0.35	0.41	202.67	20.77	17.80	15.20
002607	中公教育	12.22	买入	0.19	0.28	0.39	0.55	61.95	43.64	31.33	22.22
603043	广州酒家	28.29	增持	0.95	1.13	1.49	1.83	29.08	25.04	18.99	15.46
601888	中国国旅	77.15	买入	1.59	2.6	2.65	3.33	46.32	29.67	29.11	23.17
603605	珀莱雅	62.32	买入	1.43	1.91	2.49	3.19	41.42	32.63	25.03	19.54
300662	科锐国际	34.91	增持	0.65	0.93	1.19	1.51	50.15	37.54	29.34	23.12

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

板块回顾：19 年以来跑输大盘，Q1 不乏亮点.....	4
展望未来：估值、盈利修复，继续二八分化.....	8
环比改善预期升温，估值动态修复.....	8
目前公募相对低配，外资向龙头集中.....	10
投资策略：长线配置产业龙头.....	12
免税：长期空间确定，静待政策催化.....	12
人力资源服务：黄金发展期，内生外延高成长.....	14
职业教育：潜在需求旺盛，教育航母起航.....	16
化妆品：结构升级、需求进阶，国货品牌将迎新机遇.....	17
酒店：需求将回暖，寡头规模、盈利双升.....	19
出境游：Q3 低基数复苏，龙头业绩有望改善.....	21
景区：周边短途游需求旺盛，休闲类景点受益.....	23
休闲景区：游玩内容丰富化，旅游演艺表现亮眼.....	23
自然景区：门票长期承压，关注资源整合、转型升级.....	23
投资建议：下半年超配，买入核心资产和优质成长.....	25

图表目录

图表 1： 餐饮旅游板块指数 2019 年初至今累计涨跌幅.....	4
图表 2： 社服板块公司列表.....	5
图表 3： 18-19Q1 餐饮旅游板块营业收入及增速.....	5
图表 4： 18-19Q1 餐饮旅游板块归母净利润及增速.....	5
图表 5： 化妆品板块 18-19Q1 营业收入（合计）及增速.....	6
图表 6： 化妆品板块 18-19Q1 归母净利润（合计）及增速.....	6
图表 7： 人力资源板块 18-19Q1 收入及增速.....	6
图表 8： 人力资源板块 18-19Q1 归母净利及增速.....	6
图表 9： 职业教育板块 18-19Q1 营业收入（合计）.....	6
图表 10： 职业教育板块 18-19Q1 归母净利润（合计）.....	6
图表 11： 社会服务板块重点公司 18-19Q1 业绩一览.....	6
图表 12： 工业增加值和社会消费品零售总额同比.....	8
图表 13： 社零子板块当月同比（%）.....	9
图表 14： 上证综指三轮周期划分.....	9
图表 15： 三轮牛熊周期中大消费板块相对上证综指涨幅.....	9
图表 16： 餐饮旅游板块相对上证综指涨跌幅.....	10
图表 17： 餐饮旅游板块基金持仓处于低配状态.....	10
图表 18： 沪深港通持股比例.....	11
图表 19： 中国免税销售额及增速.....	12
图表 20： 全球免税销售额及增速.....	12

图表 21: 中国游客海外消费金额	12
图表 22: 我国历年出境人数及增速	13
图表 23: 海南离岛免税总体保持高增长趋势	13
图表 24: 韩国历年免税销售规模及增速	13
图表 25: 2018 年韩国免税市场结构	13
图表 26: Dufry 营收规模与毛利率情况	14
图表 27: 中国国旅免税业务规模与毛利率情况	14
图表 28: 国内人力资源服务行业规模	14
图表 29: 我国部分头部人力资源服务企业业务简介	15
图表 30: 2019 年一季度就业景气指数下行承压	16
图表 31: 2019 年第一季度就业形势较好和较差的行业排名	16
图表 32: 2019 年第一季度就业形势较好和较差的职业排名	16
图表 33: 2013-2022 年 (预测) 我国职业教育市场规模 (十亿元)	17
图表 34: 我国化妆品市场规模及增速	17
图表 35: 限额以上化妆品销售额占社零总额的比重	17
图表 36: 相较发达国家, 我国人均化妆品消费金额提升空间较大 (美元)	18
图表 37: 各国化妆品消费金额占人均可支配收入比重	18
图表 38: 2017 年非一线城市化妆品人均消费金额增长更快	18
图表 39: 2017 年非一线城市线上消费增长更快	18
图表 40: 2016-2018 年酒店行业和龙头酒店 RevPAR 情况	19
图表 41: 当前首旅酒店和锦江股份 PE_TTM 估值约 19 倍, 接近历史底部水平	19
图表 42: 中国连锁酒店长期空间测算	20
图表 43: 2014 年以来三大酒店集团中端酒店占比呈上升趋势	21
图表 44: 龙头酒店集团加盟店占比持续提升	21
图表 45: 龙头酒店集团各季度营业利润率变化趋势	21
图表 46: 龙头酒店集团各季度净利润率变化趋势	21
图表 47: 不同线城市的出境座位数占比	21
图表 48: 13-18 年国内一二线城市国际航线座位数及增速	22
图表 49: 13-18 年国际航线座位数区域分布	22
图表 50: 上海出境游人数及增速	22
图表 51: 北京出境游人数及增速	22
图表 52: 18 年亚洲目多个目的地增速出现下滑	22
图表 53: 全国旅游演艺市场票房收入及增速	23
图表 54: 全国旅游演艺市场观众人数及增速	23
图表 55: 杭州宋城、三亚、丽江千古情历年收入及增速	23
图表 56: 14 年以来黄山景区客流增速中枢不断下移	24
图表 57: 14 年以来峨眉山客流增速下滑, 18 年因高铁开通客流提振	24
图表 58: 重点公司一览表	25

板块回顾：19年以来跑输大盘，Q1不乏亮点

社会服务行业包含子板块较多，我们重点跟踪餐饮旅游、人力资源服务、教育、化妆品。年初至今（截至2019年5月10日），上证综指上涨17.47%，几大子板块涨跌幅分别为：餐饮旅游指数（中信一级）上涨17.31%，人力资源服务板块（一家上市公司科锐国际）上涨31.24%，教育指数（中信一级）上涨40.21%，日用化学用品（中信三级）上涨16.45%。

图表1：餐饮旅游板块指数2019年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

重点覆盖公司涨跌幅情况：中公教育(+78.64%)、珀莱雅(+41.41%)、科锐国际(+31.24%)、中国国旅(+28.16%)、锦江股份(+20.42%)、首旅酒店(+17.61%)、广州酒家(+4.47%)、众信旅游(-1.42%)。

社服 18 年年报和 19Q1 基本面来看：18 年餐饮旅游、化妆品行业和公司业绩增速放缓，19Q1 环比改善；人力资源、职业教育龙头公司穿越周期维持靓丽增长。

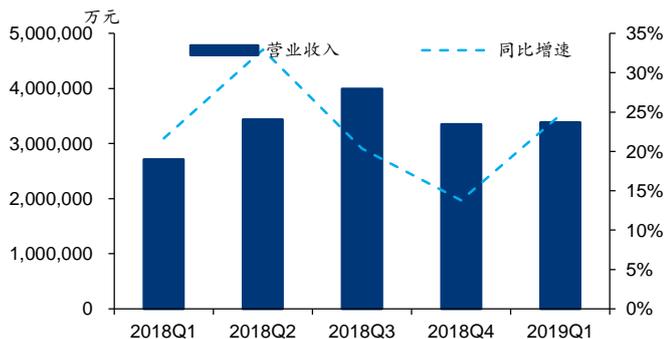
餐饮旅游板块中（涵盖免税、出境游、酒店、景区、餐饮食品），免税板块表现亮眼，中国国旅免税版图持续扩张，业绩有望持续高增长；化妆品、职业教育板块细分标的表现分化，龙头公司（化妆品的珀莱雅、职业教育的中公教育）显著优于行业整体。

图表2： 社服板块公司列表

证券代码	证券简称	板块分类
601888.SH	中国国旅	免税
000796.SZ	凯撒旅游	出境游
002707.SZ	众信旅游	
300178.SZ	腾邦国际	
000428.SZ	华天酒店	酒店
000524.SZ	岭南控股	
600258.SH	首旅酒店	
600754.SH	锦江股份	
601007.SH	金陵饭店	
000863.SZ	三湘印象	
300144.SZ	宋城演艺	
600138.SH	中青旅	人工景区
600593.SH	大连圣亚	
600706.SH	曲江文旅	
603136.SH	天目湖	
000430.SZ	张家界	自然景区
000888.SZ	峨眉山A	
000978.SZ	桂林旅游	
002033.SZ	丽江旅游	
002059.SZ	云南旅游	
002159.SZ	三特索道	
600054.SH	黄山旅游	
600749.SH	西藏旅游	
603099.SH	长白山	
603199.SH	九华旅游	
603043.SH	广州酒家	餐饮食品
002607.SZ	中公教育	职业教育
300338.SZ	开元股份	
603377.SH	东方时尚	
600315.SH	上海家化	化妆品
300740.SZ	御家汇	
603605.SH	珀莱雅	
300662.SZ	科锐国际	人力资源

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 18-19Q1 餐饮旅游板块营业收入及增速



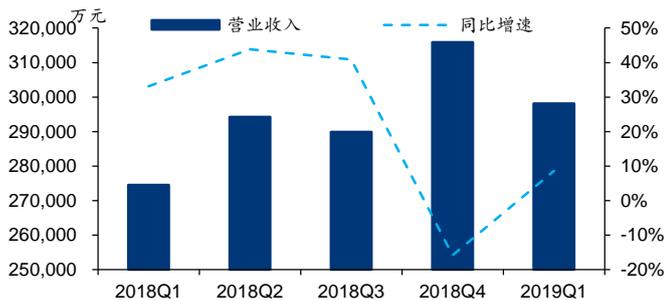
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 18-19Q1 餐饮旅游板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: 化妆品板块 18-19Q1 营业收入 (合计) 及增速



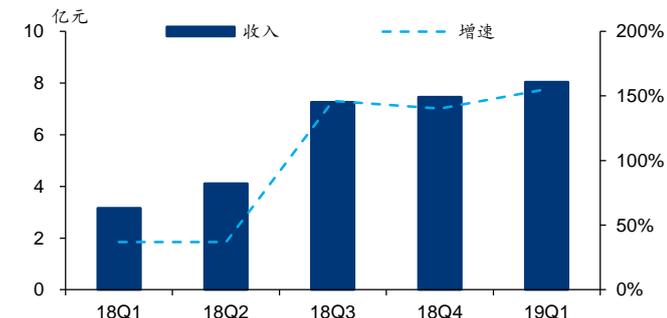
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 化妆品板块 18-19Q1 归母净利润 (合计) 及增速



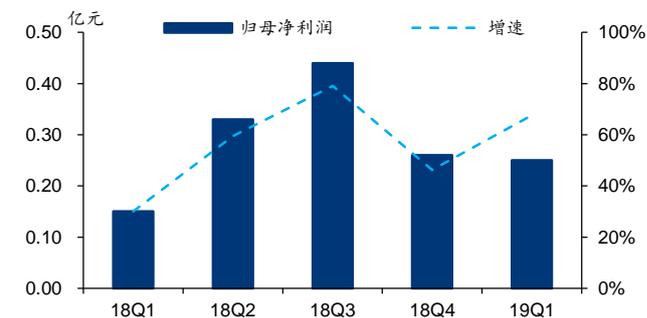
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 人力资源板块 18-19Q1 收入及增速



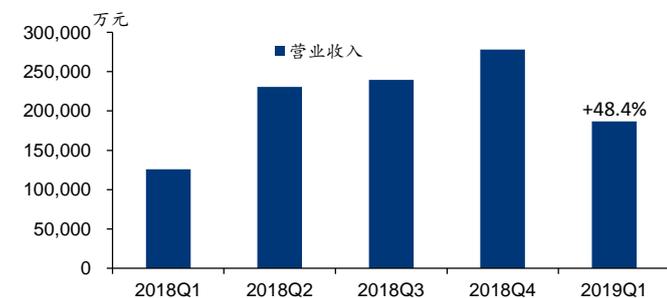
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 人力资源板块 18-19Q1 归母净利及增速



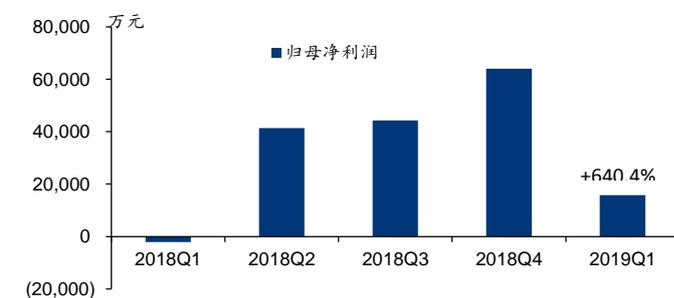
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 职业教育板块 18-19Q1 营业收入 (合计)



备注: 因中公教育没有公布 17 年各季度收入利润, 此处只计算 19Q1 同比增速
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 职业教育板块 18-19Q1 归母净利润 (合计)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 社会服务板块重点公司 18-19Q1 业绩一览

公司	18-19Q1 分季度收入增速 (%)					18-19Q1 分季度扣非净利润增速 (%)					业绩增长驱动因素
	Q1	Q2	Q3	Q4	19Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	19Q1	
中国国旅	53.07	80.29	59.19	71.22	54.72	61.27	32.27	29.83	-20.83	37.37	国人免税需求较强, 18 年离岛免税限额提升; 日上北京、上海积极进行品类优化、促销等
首旅酒店	0.62	0.11	1.84	3.1	0.99	53.47	28.08	13.92	-48.41	-3.04	维持较快开店速度、提高中端酒店占比
锦江股份	14.48	6.93	7.37	5.31	2.66	32.75	67.22	22.63	-65.18	2.45	维持较快开店速度、提高中端酒店占比
科锐国际	36.97	36.91	146.2	140.12	155.3	9.73	63.49	63.6	61.54	82	行业处黄金增长期, 公司客户、候选人资源及口碑优势突出
珀莱雅	10.93	41.6	36.64	40.62	27.59	31.58	107.38	32.7	50.25	35.38	电商渠道高增长, 品牌矩阵拓展、研发供应链体系完备
中公教育					61.93					311.94	行业空间广阔, 政策扶持, 公司重视研发、渠道下沉、品牌定价能力强
广州酒家	15.47	14.73	21.89	4.86	19.79	41.27	19.03	49.44	-39.7	10.77	产品优势突出, 产能释放+异地拓展明晰中长期发展路径

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免税:行业维持高景气,龙头业绩高增长。据 Moodie's report, 18 年我国免税市场规模 395 亿/+27%, 较 17 年加速成长。离岛免税方面, 受益于限额放开的政策红利, 三亚海棠湾销售业绩持续高增, 18H2 增速 35.7% (18H1 为 28.7%), 19 年五一期间三亚、海口免税购物人次/金额增速分别为 30.7%/40%、39.8%/45%。

人力资源: 灵活用工需求旺盛, 龙头业绩突出。18 年以来社保入税、新个税法实施等政策变化导致社保缴纳、税收扣缴等业务操作复杂度提升, 企业外包需求增加, 灵活用工需求旺盛。18 年人资龙头公司科锐国际灵活用工外派员工超 10000 人/+64%, 内生收入 10.24 亿/+56.16%, 19Q1 灵活用工业务延续高增长。

职教教育: 政策支持, 需求广泛, 公考龙头高增长。国内就业难度加大, 招录、资格证等考试招录比较低, 职业教育为教育行业中政策支持最明确的细分领域, 近年来重磅支持政策不断。中公教育新就业形势下公司以多样化、全品类产品结构对新增就业需求快速响应, 加速网点布局, 18 年营业收入 62.37 亿/+54.72%, 归母净利 11.53 亿/+119.67%, 19 年 Q1 营收 13.12 亿/+61.93%, 归母净利 1.06 亿元/+304.47%, 非公考类业务对传统淡季 Q1 起到较大拉动。

化妆品: 电商渠道快速发展驱动珀莱雅业绩。据欧睿数据, 美妆在电商渠道销售占比从 09 年的 2% 提升至 18 年的 27%。珀莱雅在天猫等直销平台重点加强新品开发、内容营销、社群营销、爆款打造, 对京东、唯品会等分销平台加强产品结构优化、流量运营, 电商渠道高增长带动整体业绩亮眼表现。18 年公司电商营收 10.28 亿/+59.91%, 占比提升至 43.57%, 成为公司第一大渠道, 19 年 Q1 增长态势延续。

酒店: 经营指标尚待改善, 龙头较快开店, 利润端具有相对韧性。18Q3 以来酒店公司 revpar 增速明显下滑, 龙头维持较快开店速度(首旅酒店/锦江股份 18 年净开店数分别为 622/749 家), 首旅酒店/锦江股份 18 年扣非归母净利润及增速分别为 6.9 亿/+15.99%, 7.4 亿/+9.88%; 19 年 Q1 扣非归母净利润及增速分别为 0.56 亿元/-3.0%, 0.71 亿元/+2.5%。

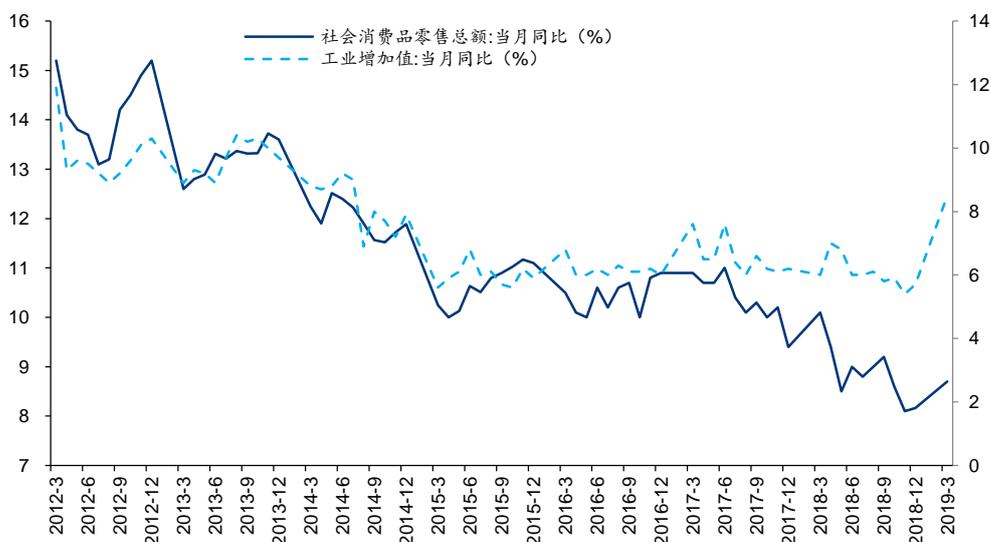
餐饮食品: 量价齐升, 广州酒家业绩较快增长。产能不足、销量受限为公司最大发展瓶颈, 18 年公司通过技改、新增生产线实现月饼、速冻产量分别提升 10%/23%, 月饼/速冻提价幅度分别在 5% 和 8%, 量价齐升驱动 18 年整体收入 25.37 亿元/+15.89%, 归母净利 3.84 亿/+12.79%。18 年速冻食品提价效应及产能增加影响延续, 19Q1 收入持续较快增长。

展望未来：估值、盈利修复，继续二八分化

环比改善预期升温，估值动态修复

12-15年经济下行过程中社零增速一般滞后工业增加值增速1-2个季度，降幅小于后者。以工业增加值作为衡量宏观经济变化指标，其从12年3月的11.9%下滑至15年10月5.6%，降幅为6.3pct，此后企稳。社会零售额增速在16年5月触底，从12年3月的15.2%降至16年5月10%，降幅5.2pct，滞后2个季度，此后转暖。17年6月起，社零增速开始重新进入下滑通道，18年3月起加速下滑，而工业增加值因供给侧改革维持相对稳定。19年以来社零增速与工业增加值增速同步回暖。

图表12：工业增加值和社会消费品零售总额同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

必选穿越周期，可选消费在经济复苏时弹性更大。若以2018年至今各子板块月度同比增速极差(最大值和最小值之差)来衡量受经济周期影响程度，则必选品中中西药品(4.4%)、食品粮油(6.3%)和日用品(7.3%)受经济周期影响程度最小，高价可选中的通讯器材(22.8%)、汽车(19.7%)以及低价可选产品受经济周期影响明显(化妆品20.8%/金银珠宝21.6%/体育娱乐用品20.8%)，在经济复苏时弹性更大。

部分必选和经济周期同步，低价可选滞后约1-2个季度，高价可选与经济周期基本同步。必选板块中，文化办公用品、纺织服装社零增速于18年5月下行；低价可选板块中，化妆品零售额于18年7月增速放缓，增速下行周期滞后2个月；金银珠宝滞后约2个季度，于18年10月增速下滑。高价可选板块中，汽车零售额增速下行同步于宏观经济增速，19年2月降幅收窄；家具增速于18年8月进入下行通道，18年12月开始回升。

消费数据自18Q3向下，19年下半年预计增速企稳回升。社零增速于18年11月触底，19年下半年增速有望在低基数上企稳上扬。12-13年营改增试点等政策驱动社零增速向上，本轮减税降费政策力度更大：19年初以来个税改革推广、4月1日起增值税率下调、5月1日起社保费率调整，有望提振消费，提升企业盈利，带来估值、盈利双升。

图表13: 社零子板块当月同比 (%)

	工业增加值	必选					低价可选				高价可选		
		食品粮油	日用品	中西药品	文化办公用品	纺织服装	化妆品	金银珠宝	体育娱乐用品	汽车	家具	家电	通讯器材
2018-02	-2.12	9.70	10.10	10.10	-0.90	7.70	12.50	3.00	-3.60	9.70	8.50	9.20	10.70
2018-03	6.00	11.20	16.90	10.90	12.60	14.80	22.70	20.40	12.30	3.50	10.90	15.40	1.60
2018-04	7.00	8.00	12.00	8.20	18.30	9.20	15.10	5.90	6.60	3.50	8.10	6.70	10.80
2018-05	6.80	7.30	10.30	8.00	8.10	6.60	10.30	6.70	-5.10	-1.00	8.60	7.60	12.20
2018-06	6.00	13.00	15.80	8.50	3.50	10.00	11.50	7.90	-4.20	-7.00	15.00	14.30	16.10
2018-07	6.00	9.50	11.30	9.90	1.80	8.70	7.80	8.20	-8.20	-2.00	11.10	0.60	9.60
2018-08	6.10	10.10	15.80	7.40	5.40	7.00	7.80	14.10	-1.50	-3.20	9.50	4.80	6.40
2018-09	5.80	13.60	17.40	8.90	4.90	9.00	7.70	11.60	-1.50	-7.10	9.90	5.70	16.90
2018-10	5.90	7.70	10.20	11.50	-3.30	4.70	6.40	4.70	-8.50	-6.40	9.50	4.80	7.10
2018-11	5.40	10.60	16.00	9.30	-0.40	5.50	4.40	5.60	-3.20	-10.00	8.00	12.50	-5.90
2018-12	5.70	11.30	16.80	10.60	-4.00	7.40	1.90	2.30	-7.00	-8.50	12.67	13.90	-0.90
2019-02	3.36	10.10	15.90	10.30	8.80	1.80	8.90	4.40	-4.40	-2.80	0.70	3.30	8.20
2019-03	8.50	11.80	16.60	11.80	-4.00	6.60	14.40	-1.20	-0.90	-4.40	12.80	15.20	13.80
极差	10.62	6.30	7.30	4.40	22.30	13.00	20.80	21.60	20.80	19.70	14.30	14.80	22.80
标准差	2.43	1.85	2.81	1.33	6.51	2.94	5.12	5.36	5.61	5.38	3.27	4.80	6.39

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

必选消费在熊市相对抗跌, 可选消费在经济复苏时超额收益更显著。下图中可见, 每一轮周期上涨区间中餐饮旅游多为领涨板块, 第二轮周期上涨阶段餐饮旅游相对收益最高, 为120.46%; 在每一轮周期的下跌区间中食品饮料等必选消费多存在性相对收益机会, 第三轮周期下跌阶段食品饮料相对收益最高, 为2.47%。

图表14: 上证综指三轮周期划分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 三轮牛熊周期中大消费板块相对上证综指涨幅

第一轮		第二轮		第三轮	
上涨区间	下跌区间	上涨区间	下跌区间	上涨区间	下跌区间
2012/12/4-2013/2/22	2013/2/23-2014/6/23	2014/6/24-2015/6/15	2015/6/16-2015/9/30	2015/10/8-2015/12/23	2015/12/24-2016/2/29
商贸零售 (6.20%)	餐饮旅游 (32.78%)	餐饮旅游 (120.46%)	食品饮料 (0.76%)	餐饮旅游 (24.79%)	食品饮料 (2.47%)
餐饮旅游 (2.86%)	商贸零售 (16.41%)	商贸零售 (81.17%)	餐饮旅游 (-1.58%)	商贸零售 (14.71%)	餐饮旅游 (-5.7%)
食品饮料 (-2.64%)	食品饮料 (-5.6%)	食品饮料 (-24.63%)	商贸零售 (-9.37%)	食品饮料 (5.83%)	商贸零售 (-8.72%)

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

餐饮旅游板块整体强于上证综指, 目前估值处于历史较低水平。18年初以来, 相对涨幅跑赢大盘。19年初以来在中信29个一级行业涨跌幅排名中位列第20。

图表16: 餐饮旅游板块相对上证综指涨跌幅

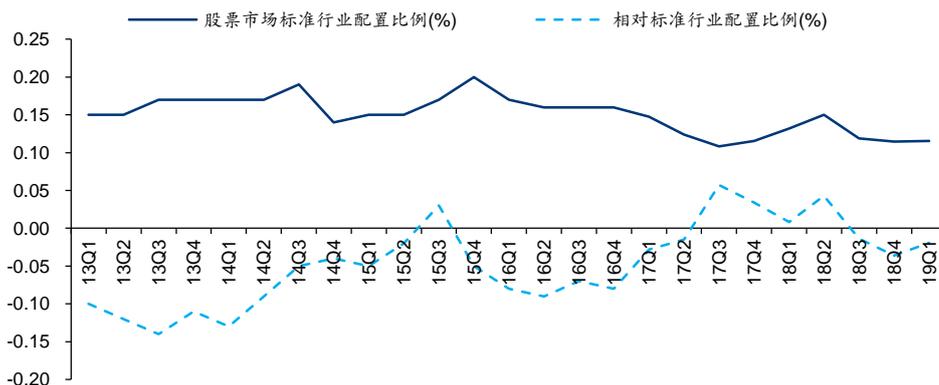


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

目前公募相对低配，外资向龙头集中

公募基金持仓处于历史低位。13年以来，餐饮旅游相对标准行业配置比例除15Q3和17Q3-18Q2外均为负值，19Q1相对标准行业配置比例为-0.02%，整体处于低配状态，社服个股的机构持仓也较为分散。持仓市值较高个股中：截至2019Q1，中国国旅基金持仓市值为51.48亿元，持股占流通股比例为3.76%；宋城演艺持仓市值为25.71亿元，持股占流通股比例为9.37%；中公教育持仓市值为20.41亿元，持股占流通股比例为19.32%；首旅酒店持仓市值为2.58亿元，持股占流通股比例为1.88%；科锐国际持仓市值为2.14亿元，持股占流通股比例为5.81%。

图表17: 餐饮旅游板块基金持仓处于低配状态



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

海外资金积极配置社服行业龙头公司，MSCI扩容加速海外资金流入。海外资金以价值投资为主，积极配置社会服务行业龙头公司，持股比例整体稳中有升，截至2019Q1，持股比例较高公司主要有免税龙头中国国旅(12.66%)、首旅酒店(11.81%)、中青旅(6.16%)上海家化(2.04%)、宋城演艺(1.18%)。

2019年A股纳入因子将逐步从5%上升至20%，根据华泰策略研究，MSCI扩容有望带来约4134亿元增量资金。餐饮旅游板块中，中国国旅为首批纳入MSCI的A股标的，演艺龙头宋城演艺将于19年5月以创业板大盘股纳入，锦江股份、首旅酒店将于19年11月以中盘股纳入。

图表18：沪深港通持股比例

证券代码	证券简称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
601888.SH	中国国旅	9.86%	10.43%	11.17%	12.10%	12.66%
600258.SH	首旅酒店	2.49%	9.21%	10.61%	11.78%	11.81%
600754.SH	锦江股份	1.51%	0.67%	0.86%	0.74%	1.39%
002707.SZ	众信旅游	0.28%	0.04%	0.12%	0.15%	0.67%
603043.SH	广州酒家				0.15%	0.53%
002607.SZ	中公教育					0.16%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资策略：长线配置产业龙头

免税：长期空间确定，静待政策催化

中国游客海外消费规模庞大，国内免税销售额在全球占比较低，未来长期提升空间广阔。根据 Moodie's Report, 2018 年全球免税销售额约 4616 亿元人民币，预计到 2023 年有望增长到 8500 亿元；2018 年我国免税市场规模 395 亿/+27%，相较全球 4616 亿/韩国 1104 亿提升空间较大。

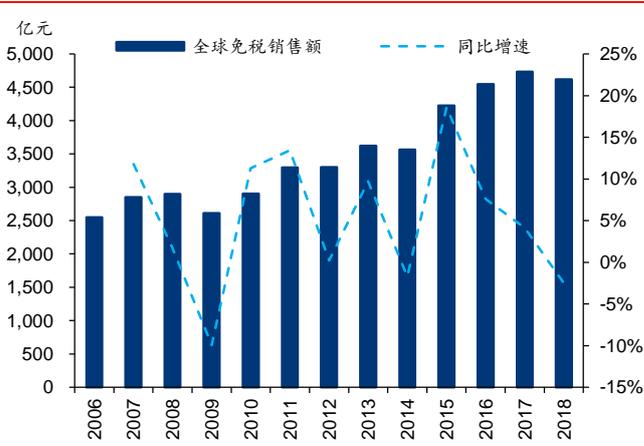
另外，根据世界旅游组织和中国旅游研究院数据，2016 年中国游客海外消费 2610 亿美元，其中购物消费占比约为 56% 达到 1462 亿美元（约合 1 万亿人民币），随着国内免税业不断发展，国人的海外消费有望被持续引导回流国内。

图表19：中国免税销售额及增速



资料来源：Moodie's Report, DFE, 华泰证券研究所

图表20：全球免税销售额及增速



资料来源：Moodie's Report, KFDA, 华泰证券研究所

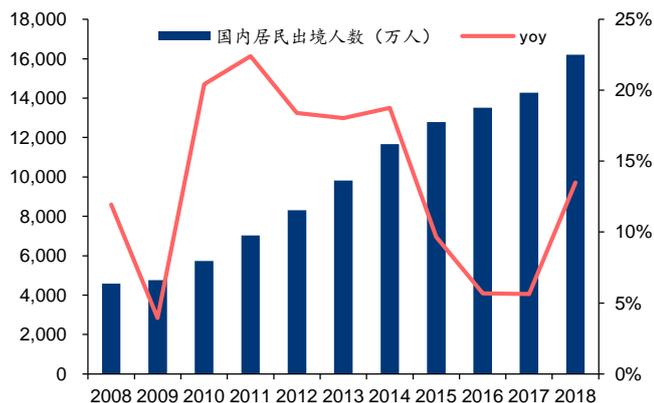
图表21：中国游客海外消费金额

消费总金额 (亿元)	2014	2015	2016	2017
台湾	394.40	363.69	296.82	217.17
澳门 (过夜)	318.54	244.94	265.48	331.59
澳门 (不过夜)	68.49	71.62	71.28	81.61
香港 (过夜)	1321.39	1157.92	1083.18	1122.00
香港 (不过夜)	508.75	609.42	516.87	514.16
港澳台总计	2611.57	2447.59	2233.63	2266.53
意大利		142.82	153.16	258.75
澳大利亚	235.19	319.80	296.33	424.74
日本	324.39	736.51	902.50	942.06
新加坡	142.82	115.60	169.23	206.61
泰国	711.70	380.45	711.70	853.25
韩国	912.01	831.97	1134.25	575.41
美国	697.72	854.22	1023.45	1200.00
港澳台+出国游总计	5635.4	5828.96	6624.25	7948.36

资料来源：各国旅游局, 华泰证券研究所

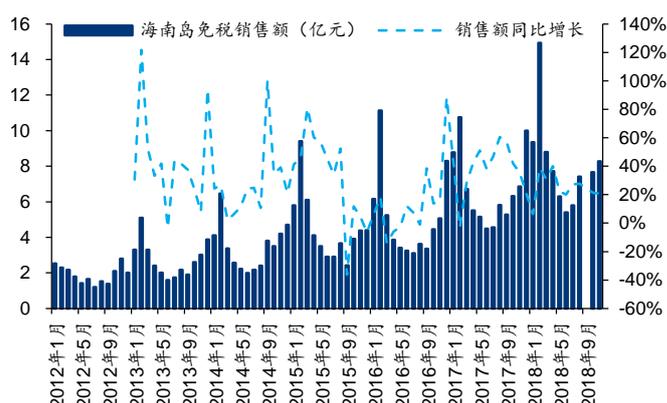
受益于出入境客流增长、三亚客流增长，我国免税销售额有望保持快速增长。根据 DFE 和海南旅游委数据，2011-2018 年海南离岛免税销售额 CAGR 39%，中国免税销售额 CAGR 18.6%，随着海南旅游市场进一步开放升级以及中国人出境游渗透率持续提升，中国免税行业有望继续领先全球、维持快速增长趋势。

图表22: 我国历年出境人数及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 海南离岛免税总体保持高增长趋势



资料来源: 海南省旅游委, 华泰证券研究所

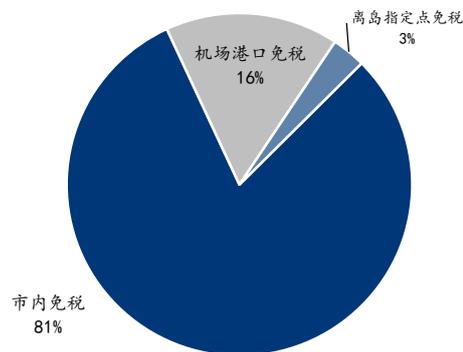
若市内免税店政策落地, 有望打开新一轮成长空间。根据韩国关税厅数据, 2018年韩国免税店市场规模19万亿韩元(约合人民币1100.5亿元), 中国人消费占总额的73.4%。19年中免上海市内免税店五月底六月初有望于浦东正式开业; 19年北京将积极推进市内免税店在朝阳区落地, 若能向国人开放, 有望打开新成长空间。

图表24: 韩国历年免税销售规模及增速



资料来源: KFDA, 华泰证券研究所

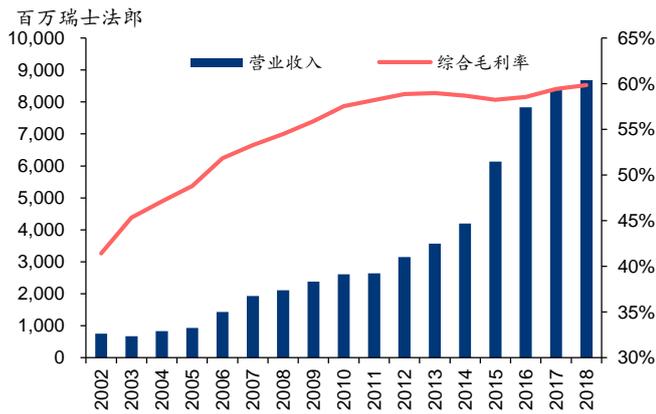
图表25: 2018年韩国免税市场结构



资料来源: KFDA, 华泰证券研究所

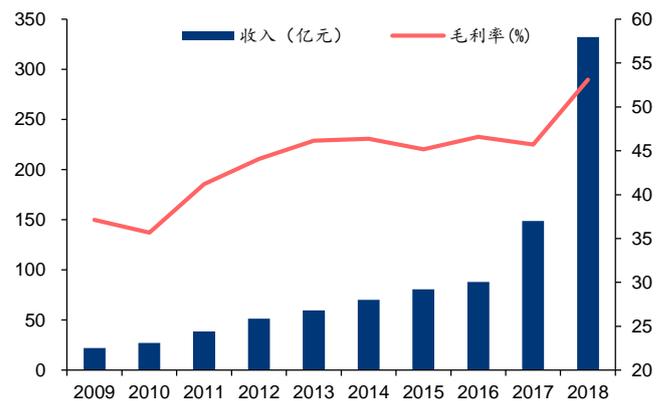
规模效应带来毛利率提升, 对标全球龙头 Dufry 未来还有长期提升空间。中国国旅规模采购带来的毛利率提升逐步显现, 2018年公司免税商品销售业务实现营业收入332.27亿元, 同比增长123.59%, 毛利率为53.09%, 同比提高7.36个百分点。全球第一大免税零售商 Dufry 2018年实现免税商品销售额约51.8亿瑞士法郎(约合人民币345亿元), 我们估算对应毛利率约70%(剔除掉有税商品部分), 我们认为长期来看中国国旅毛利率还有一定提升空间。

图表26: Dufry 营收规模与毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表27: 中国国旅免税业务规模与毛利率情况

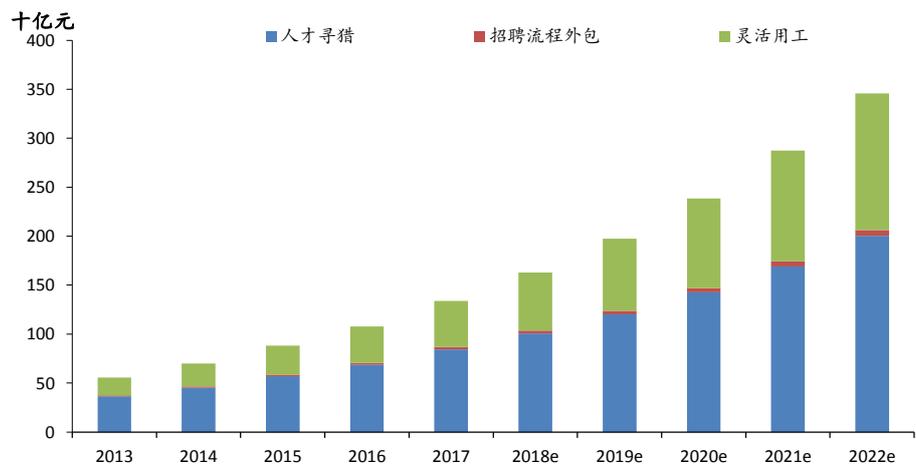


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

人力资源服务: 黄金发展期, 内生外延高成长

据灼识咨询数据, 17年中国大陆人力资源解决方案市场规模达1340亿元/+24.2%。人才寻猎、招聘流程外包及灵活用工市场规模分别占比63%/1.8%/35.2%, 其中灵活用工业务占比有明显提升。

图表28: 国内人力资源服务行业规模



资料来源: 灼识咨询, 华泰证券研究所

劳务派遣政策管控趋严, 灵活用工模式下企业和服务机构权责划分明晰, 迎来快速发展。因企业与中介签订派遣协议而非劳务合同, 派遣主体之间的权利义务、风险划分不明确, 劳工权益难以保障, 2014年3月, 人社部公布《劳务派遣法》, 要求用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量, 比例不能超过用工总量的10%, 倒逼行业重新规范用工模式。相比传统劳务派遣, 灵活用工的中介企业全面承担用工风险, 提供招聘、培训、管理、薪酬发放等各环节全风险服务外包, 有助满足企业突发性、临时性的用人需求, 降低用工成本、提升管理效率, 契合政策发展方向。

同时, 社保入税、新个税法实施等政策变化导致社保缴纳、税收扣缴等业务操作复杂度提升, 通过非核心岗位外包, 灵活用工有助于帮助企业节省人员招聘、运营管理成本、转嫁用人风险, 有助于企业优化资源配置, 实现效率最大化。同时因税务掌握的社保缴费基数信息比较全面, 划转至税务部门征收有助于人资行业规范度、透明度增强, 有助于龙头市占率提升。

国内民营人力资源服务机构数量多、规模小，同质化程度高，外资占据主导地位。据灼识咨询，2017年中国人力资源解决方案市场CR5为4%，行业集中度较为分散。据HRoot发布的2017大中华区人力资源服务机构品牌10强榜单，全国人力资源服务机构的前十品牌排名中，外资企业占据8席，其中中智CIIC排名第三，科锐国际排名第七。具有全球化视野和更加全面服务体系的外资企业仍然占据强有力的优势地位，国内民营企业在部分细分领域亦有较强市场竞争优势。综合来看，我们认为能够提供全面解决方案、具备国际扩张潜力、加强技术投入、具备品牌及客户积累优势的头部企业有望胜出。

图表29：我国部分头部人力资源服务企业业务简介

公司名称	公司简介	业务简介	收入	代表客户
上海外服	隶属于东浩兰生集团 (上海市国资委直管)	分外包、管理、咨询三大块， 具体有人力资源咨询、招聘及 灵活用工服务、薪酬福利管理、 人才管理、商业外包服务、数 据和软件服务等模块	16年营业收入 1020亿元(含 代收代付业务)	在沪的“全球500强”企业 中有85%选择了上海外服的 服务；2007《财富》500强 前50强的企业中，有28家 正在使用上海外服的人力资 源服务，前十名的公司中有 8家是上海外服的客户。
中智	主营人力资源及智力服 务的中央企业	人力资源外包业务，人力资 源管理咨询业务，培训业务， 猎头招聘及BPO等	2017年营收 760.6亿(含 代收代付业 务)	截至2017年底，中智服务超 过来自全球近8万家企业， 客户量超过180万人；代表 客户有西电集团、东方电气 等
北京外企	是中国率先为外商驻华 代表机构、外商金融机 构、经济组织提供专业 化人力资源服务的国有 公司。	人事社保代理、员工派遣、招 聘猎头、薪酬福利、教育培训、 保险经纪、商务调查、企业咨 询等业务。	2017年营收 650.1亿(含代 收代付业务)	诺基亚、IBM、埃克森美孚、 葛兰素史克等
易才		人事代理、劳务派遣服务、事 务服务咨询、整合外包服务(人 才开发、福利管理)、人力资 源管理咨询、易HR人力资源 管理系统		中国银行、中信银行、农夫 山泉、中粮、光明乳业、爱 仕达等
万宝盛华 中国	万宝盛华全球集团旗下 子公司，03年在大陆成 立了万宝盛华中国，15 年战略合资中信产业基 金成立大中华合资公司	中高端猎头、招聘流程外包、 灵活用工、培训、招聘咨询等 人力资源服务解决方案	17年收入20亿	22000多家客户，其中包括 250家财富500强企业及著 名公私营雇主，包括华为、 英特尔等。
科锐国际	亚洲领先的整体人才 解决方案提供商	中高端猎头、招聘流程外包、 灵活用工、培训、招聘咨询等 人力资源服务解决方案	18年收入22亿	华为、霍尼韦尔、苹果、 上海电气、 中国平安等
外企德科	中外合资人力资源服务 企业	为企业及个人提供业务外包、 人事服务、招聘猎头和员工福 利等相关人力资源解决方案	12年营业收入达 2.22亿元人民币	诺基亚、日本参天制药株式 会社、IBM、玛贝尔、爱立 信、衣恋、资生堂、大金空 调、TCL、乐天、工商银行、 尤妮佳和富士胶片、上海世 博会德国国家馆、比利时国 家馆、可口可乐世博项目
美世	世界最大的人力资源管 理咨询机构	企业管理咨询，投资咨询，商 务信息咨询，经济信息咨询	17年第二季度营 业收入34.95亿美 元	在中国的合作企业：可口可 乐、IBM、英特尔、微软、 用友、沪宁高速、交大昂立、 中国电信、中石化、中海油 等
汇思	中国专业人力资源方案 解决商	提供劳务派遣、制造承包等 人力资源管理外包服务，通过“波 乐”品牌提供呼叫中心人力资 源方案解决，通过“BlueKu”品 牌实现人力资源开发服务		合作客户：欧莱雅、诺基亚、 索尼、中国烟草、中国石油、 中国银行、中国联通、中国 移动通信等

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

职业教育：潜在需求旺盛，教育航母起航

宏观经济下行加剧就业市场竞争。中国人民大学中国就业研究所与智联招聘联合发布的CIER指数（CIER指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数）反映，由于人口总量和结构变迁所造成的CIER指数的长期上升趋势逐渐趋缓。19年Q1 CIER指数低于去年同期水平，显示宏观总需求不足对就业市场影响有所加剧。

图表30：2019年一季度就业景气指数下行承压



资料来源：智联招聘，华泰证券研究所

目前国内不同行业、不同岗位的就业供需比差异较大。1) 现代服务业、新兴科技等行业用工需求旺盛，传统制造业就业景气度较差。2019Q1 CIER 前5的行业分别为中介服务/教育、培训、院校/医药、生物工程/保险/互联网和电子商务；CIER 后5的行业分别为航空航天研究与制造/能源、矿产采掘冶炼/印刷、包装、造纸/环保/办公用品及设备。2) 技术工种用人缺口最大，行政、运营、管理类缺口较小。根据智联招聘和中国就业研究所数据，2019Q1 就业景气度前5的职业分别为技工、操作工/销售业务/教育、培训/烹饪料理、食品开发/社区、居民、家政服务；景气度后5的行业分别为高级管理/信托、担保、拍卖、典当/生产管理、运营/物业管理/销售行政、商务。

图表31：2019年第一季度就业形势较好和较差的行业排名

2019Q1 排名	就业形势较好的十个行业	CIER 指数			就业形势较差的十个行业	CIER 指数		
		2019Q1	2018Q4	数值变化		2019Q1	2018Q4	数值变化
1	中介服务	4.76	6.91	↓	航空/航天研究与制造	0.22	0.58	↓
2	教育/培训/院校	4.45	8.33	↓	能源/矿产/采掘/冶炼	0.34	0.65	↓
3	医药/生物工程	3.88	4.69	↓	印刷/包装/造纸	0.42	0.66	↓
4	保险	3.84	4.63	↓	环保	0.47	0.87	↓
5	互联网/电子商务	3.08	5.61	↓	办公用品及设备	0.47	0.92	↓
6	房地产/建筑/建材/工程	2.77	4.21	↓	电气/电力/水利	0.57	0.84	↓
7	专业服务/咨询(财会/法律/人力资源等)	2.16	3.61	↓	物业管理/商业中心	0.58	1.04	↓
8	基金/证券/期货/投资	2.07	3.32	↓	石油/石化/化工	0.60	1.14	↓
9	酒店/餐饮	2.07	3.53	↓	礼品/玩具/工艺美术/收藏品/奢侈品	0.60	1.40	↓
10	快速消费品(食品/饮料/烟酒/日化)	2.07	3.31	↓	计算机硬件	0.61	0.93	↓

资料来源：智联招聘，华泰证券研究所

图表32：2019年第一季度就业形势较好和较差的职业排名

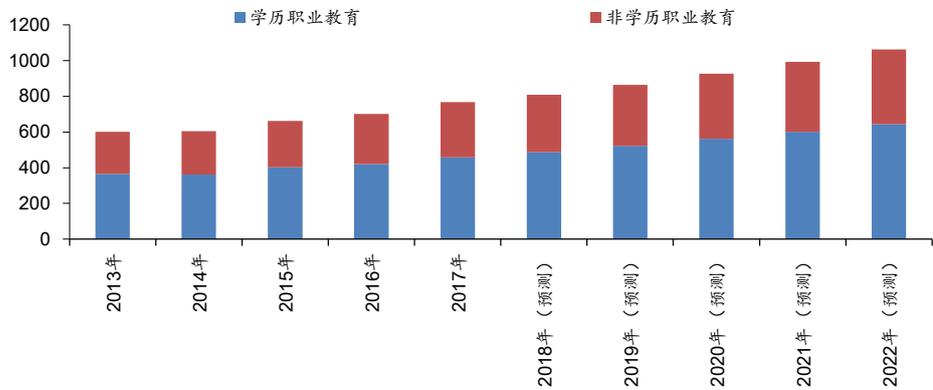
2019Q1 排名	就业形势较好的十个职业	CIER 指数			就业形势较差的十个职业	CIER 指数		
		2019Q1	2018Q4	数值变化		2019Q1	2018Q4	数值变化
1	技工/操作工	13.08	25.67	↓	高级管理	0.82	1.07	↓
2	销售业务	9.96	14.26	↓	信托/担保/拍卖/典当	0.86	1.46	↓
3	教育/培训	8.23	16.24	↓	生产管理/运营	0.87	1.45	↓
4	烹饪/料理/食品研发	6.35	9.64	↓	物业管理	0.88	1.45	↓
5	社区/居民/家政服务	5.72	12.99	↓	销售行政/商务	0.97	1.42	↓
6	软件/互联网开发/系统集成	5.61	7.99	↓	能源/矿产/地质勘查	1.00	2.41	↓
7	生物/制药/医疗器械	5.46	7.71	↓	公关/媒介	1.03	1.36	↓
8	保险	5.25	6.01	↓	行政/后勤/文秘	1.05	2.83	↓
9	商超/酒店/娱乐管理/服务	4.79	7.87	↓	旅游/度假/出入境服务	1.06	1.94	↓
10	翻译(口译与笔译)	4.76	7.67	↓	项目管理/项目协调	1.09	1.41	↓

资料来源：智联招聘，华泰证券研究所

重磅政策频出，鼓励市场化集团化办学。2019年1月，国务院最新发布《职业教育改革实施方案》，为职业教育行业定调，提出建设多元办学格局；启动“1+X”证书制度试点工作；推动校企全面加强深度合作。19年3月政府工作报告再次强调了职业教育的重要性，提出加快发展现代职业教育，缓解就业压力，解决高技能人才短缺。19年4月，全国深化职业教育改革电视电话会议上，中央对“双师型”教师队伍建设、产教融合型企业、1+X证书试点、高职扩招100万等工作进行部署。

根据弗若斯特沙利文，我国职业教育市场规模由13年的6016亿元扩大至17年7681亿元，年复合增长率达6.3%，预计18-22年将以7%的复合增长率继续提升。其中，**非学历职业教育市场规模由13年的2363亿元扩大至17年3092亿元**，年复合增长率达7.0%，预计18-22年市场规模将以6.7%的复合增长率进一步增长。**我们认为具有跨赛道教研实力、渠道壁垒的职教集团有望充分受益，抢占市场份额。**

图表33：2013-2022年（预测）我国职业教育市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰证券研究所

化妆品：结构升级、需求进阶，国货品牌将迎新机遇

2018年我国化妆品行业总规模4102.3亿元/+13.5% (Euromonitor数据)，其中限额以上化妆品零售总额达2612亿元/+15.5% (国家统计局数据)。2003年至2018年，化妆品销售额占社零总额的比重从0.4%提升至0.8%。

图表34：我国化妆品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

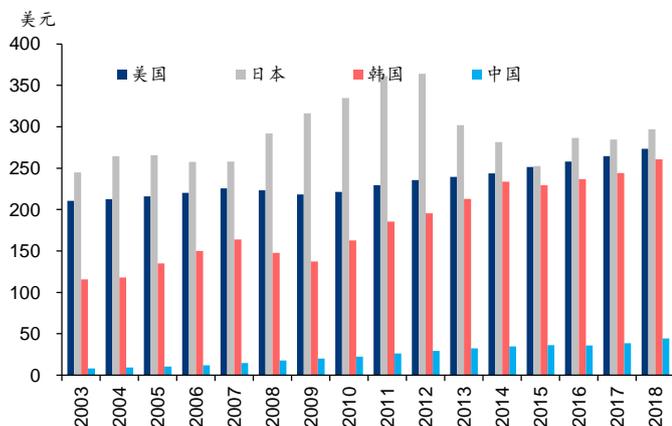
图表35：限额以上化妆品销售额占社零总额的比重



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

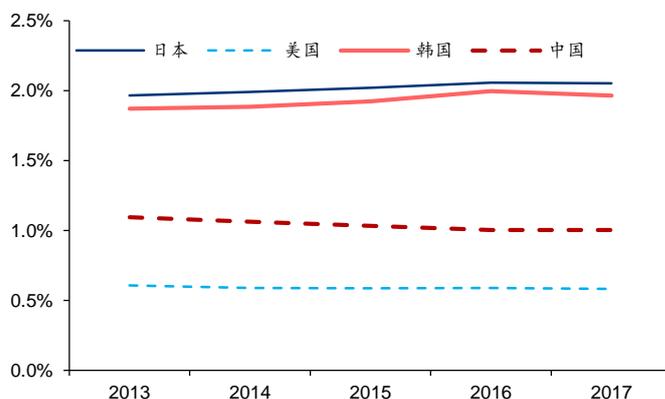
人均消费金额相比海外提升空间大。据欧睿数据，2018年我国化妆品人均消费额（化妆品终端零售额/总人口）仅为44美元，明显低于美国（273美元）、日本（297美元）、韩国（261美元）等发达国家。17年日韩人均化妆品消费金额/人均可支配收入的比重在2%左右，我国仅1%，伴随收入水平提升，我国人均化妆品购买频次和消费金额有望逐渐提升，驱动行业增长。

图表36： 相较发达国家，我国人均化妆品消费金额提升空间较大（美元）



资料来源：Euromonitor, Wind, 华泰证券研究所

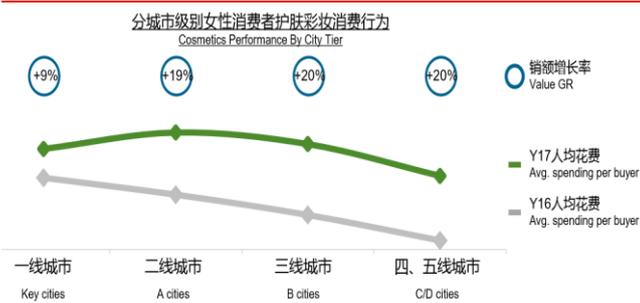
图表37： 各国化妆品消费金额占人均可支配收入比重



资料来源：Euromonitor, Wind, 华泰证券研究所

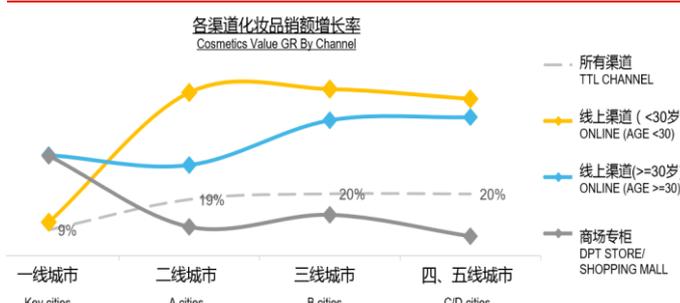
化妆品低线城市消费快速增长，电商渠道渗透率快速提升。电商渠道自09年以来的快速崛起，其占比从09年的2%提升至18年的27%。电商渠道能够帮助品牌商更精准的进行客户画像及客户行为分析，加速提高品牌对于低线城市的触达性。根据凯度消费数据，17年二线、三线和四五线城市在护肤彩妆上的人均消费分别同比增19%/20%/20%，远超一线城市9%的增速。低线城市为重要拓展区域，全渠道发展、线上线下融合将有助于全面触达客户。

图表38： 2017年非一线城市化妆品人均消费金额增长更快



资料来源：凯度消费, 华泰证券研究所

图表39： 2017年非一线城市线上消费增长更快



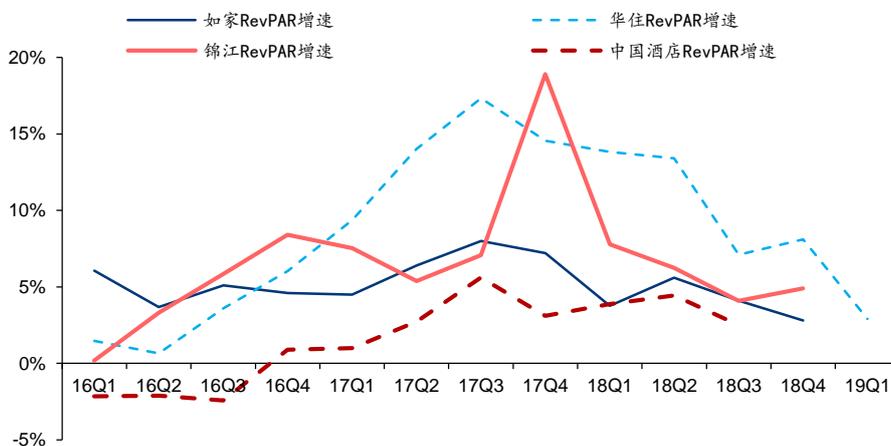
资料来源：凯度消费, 华泰证券研究所

国货品牌积极求变，有望迎来新发展机遇。消费者需求个性化、多样化、迅速更迭，分析消费者行为数据、加强与消费者互动、建立完善的需求反馈机制并据此推出符合消费者需求、解决消费者痛点的产品将成为新趋势。电商平台加大运营扶持，如天猫计划19年加速扶持1000个品牌线上开店，打造超过50个年销售额过亿元的单品；京东美妆计划19年重点打造美妆生态；洋葱文化、快美妆等MCN第三方机构兴起，为化妆品新品策划、产品运营、KOL营销等提供增值服务。我们认为具有快速市场需求响应机制、年轻化品牌运营思维、研发综合实力强的国货品牌将有更好的发展机遇。

酒店：需求将回暖，寡头规模、盈利双升

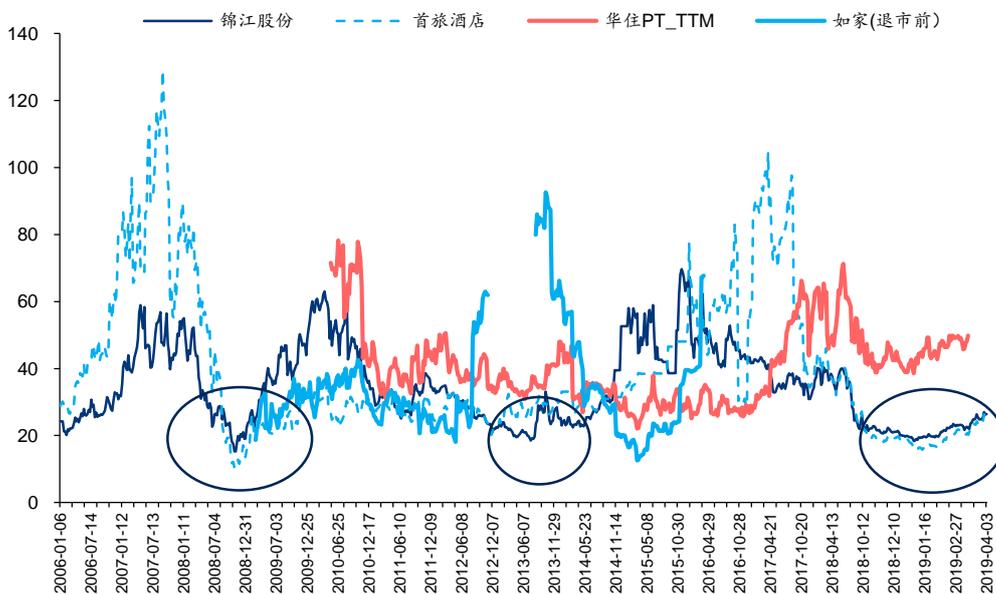
2018年以来酒店需求转弱，行业及龙头公司 OCC 及 RevPAR 增速开始持续下降，行业悲观预期使得龙头估值大幅回落。

图表40：2016-2018年酒店行业和龙头酒店 RevPAR 情况



资料来源：STR，各公司公告，华泰证券研究所

图表41：当前首旅酒店和锦江股份 PE_TTM 估值约 19 倍，接近历史底部水平



注：华住和如家（已退市）是美股上市公司

资料来源：彭博，华泰证券研究所

酒店行业长期空间广阔，截至 19Q1 酒店经营数据尚未有明显改善，龙头市占率持续提升、产品升级，盈利能力有望提升。

图表42：中国连锁酒店长期空间测算

指标	一线城市	二线城市	三线城市	合计
当前情况统计				
城市数量 (座)	4	45	70	119
酒店数量 (家)	38738	176270	85412	300420
单个城市酒店数 (家)	9685	3917	1220	2525
连锁品牌酒店 (家)	4500	12057	4526	21083
连锁化率	11.6%	6.8%	5.3%	7.0%
龙头酒店数量及市占率	华住 1082/24% 首旅如家 721/16% 锦江 808/18%	华住 2212/18% 首旅 1790/15% 锦江 2276/19%	华住 622/14% 首旅 555/12% 锦江 926/20%	华住 3916/18.6% 首旅 3066/14.5% 锦江 4010/19.0%
长期空间预测				
城市数量 (座)	4	45	70	119
预期单个城市酒店数 (家)	10000	5000	1500	3109
预期酒店数量 (家)	40,000	225,000	105,000	370,000
预期连锁化率	35%	20%	10%	18.8%
连锁品牌酒店 (家)	14,000	45,000	10,500	69,500
龙头酒店数量及市占率	华住 3500/25% 首旅如家 2520/18% 锦江 3500/25% 格林酒店 700/5% 尚美酒店 560/4% 都市酒店 420/3% 东呈酒店 420/3%	华住 8100/18% 首旅 5400/12% 锦江 9000/20% 格林 4500/10% 尚美 3600/8% 都市 3150/7% 东呈 2250/5%	华住 1050/10% 首旅 840/8% 锦江 1575/15% 格林 2100/20% 尚美 1785/17% 都市 1575/15% 东呈 1365/13%	华住 12650/18.2% 首旅 8760/12.6% 锦江 14075/20.3% 格林 7300/10.5% 尚美 5945/8.6% 都市 5145/7.4% 东呈 4035/5.8%

注释：1) 城市分级采用第一财经·新一线城市研究所编制的 2018 年中国城市分级名单，所有酒店数据来源于携程网及华住、首旅如家、锦江官网（截止至 2019 年 4 月 24 日）

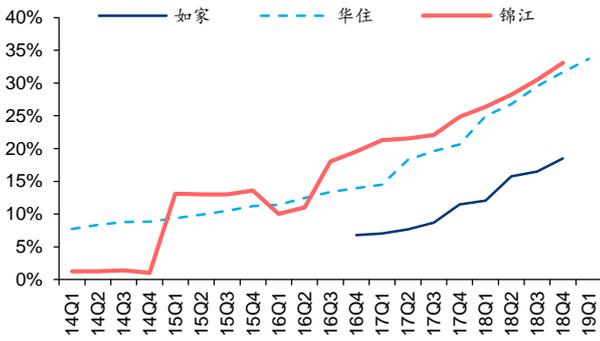
2) 此处连锁化率计算时按照门店而非房间数量口径统计，连锁化率比盈蝶咨询提供的 20% 较低；考虑到大量不适宜连锁化的小规模单体酒店等物业，根据盈蝶咨询 2017 年 29 间房以下酒店占比 49%，参考美国连锁化率 70%，我们假设中国未来连锁率天花板为 51%*70%=36% 左右。

3) 此处未考虑三线以下城市及县城区域情况，主要由于华住、首旅、锦江酒店主要分布在国内三线以上城市（80% 以上）

4) 考虑到三大集团发力一线和核心二线的中高端门店，预计在一线城市市占率继续提升；二线城市市占率相对稳定，三线城市市占率有所下降。

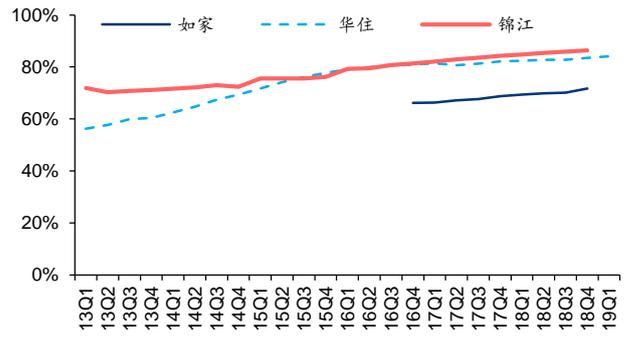
资料来源：盈蝶咨询，华泰证券研究所

图表43: 2014年以来三大酒店集团中端酒店占比呈上升趋势



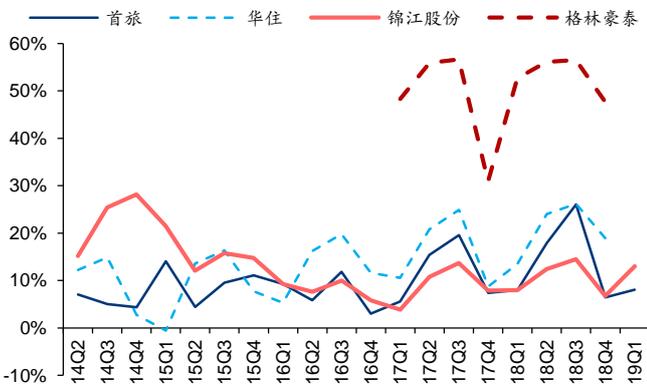
注：2016年首旅收购如家，因此只有2017年及以后数据
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44: 龙头酒店集团加盟店占比持续提升



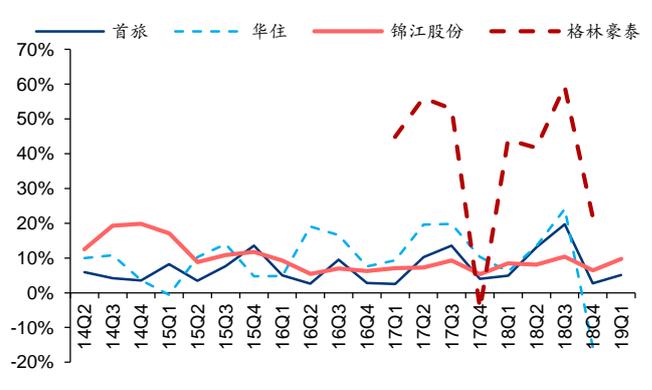
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表45: 龙头酒店集团各季度营业利润率变化趋势



注：2015-2017年格林酒店只有年度数据，无季度数据
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46: 龙头酒店集团各季度净利润率变化趋势

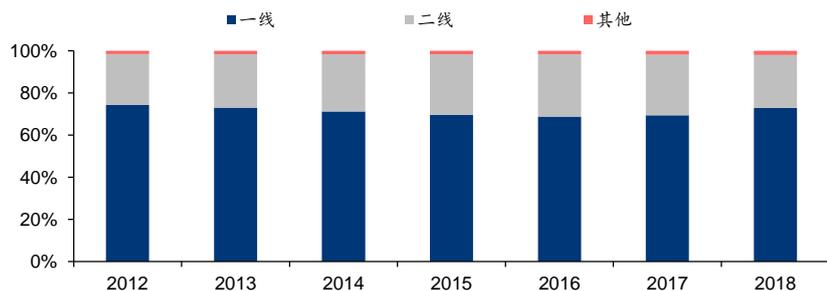


注：2015-2017年格林酒店只有年度数据，无季度数据
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

出境游：Q3低基数复苏，龙头业绩有望改善

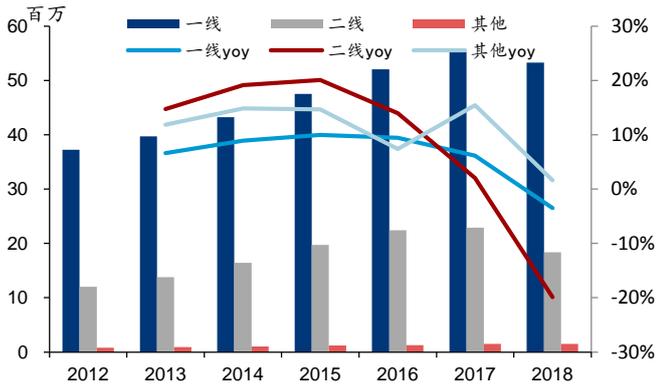
低线城市出境需求逐步释放，有望成增长主力。据国家旅游局，我国18年出境和出国渗透率分别为11%和5%，其中一线城市(北上广深)渗透率18%，接近美国24%/英国24%，超过日本15%的出境渗透率。13-17年国内一线城市航班座位数增速低于二线城市，18年受棚改货币化等政策因素影响，低线城市消费一定程度受到抑制，航班座位数增速低于一线城市。长期来看，一线城市国际航线班期饱和，出境游增长趋缓。18年上海出发的出境人数同比减少12.15%，出国游人数同比下滑10.68%；北京出发的出境旅游人数同比减少0.11%，出国游人数同比增长1.8%。未来，二三线城市国际航线增加，居民出境游习惯养成，需求有望得到释放，驱动行业增长。

图表47: 不同线城市的出境座位数占比



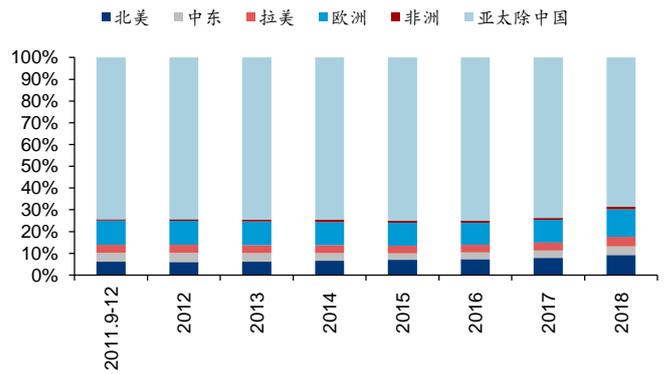
资料来源：CAPA，华泰证券研究所

图表48: 13-18年国内一二线城市国际航线座位数及增速



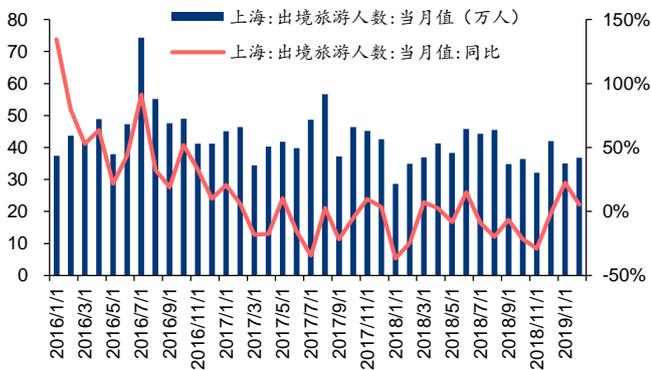
资料来源: CAPA, 华泰证券研究所

图表49: 13-18年国际航线座位数区域分布



资料来源: CAPA, 华泰证券研究所

图表50: 上海出境游人数及增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

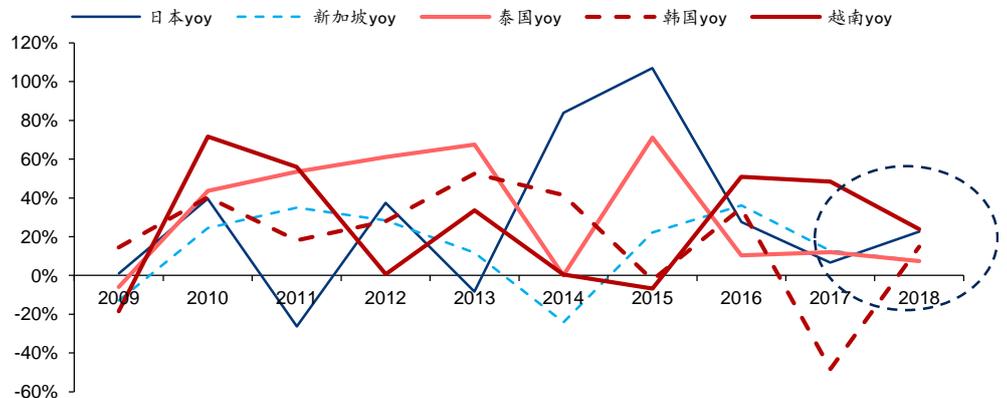
图表51: 北京出境游人数及增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

19年1-2月中国赴泰游客数同比增速-2.2%，18年同期增速31.57%；赴日本游客19Q1游客同比增12%，18年Q1同比增速17.89%。18年Q1基数偏高，19Q1可选消费需求仍低迷。展望19年Q2到年底，五一假期延长、降税等利好政策频出，政府鼓励消费、提振需求方向明确，出境游行业有望持续回温，我们预计19年泰国、日本恢复带动行业增速回升。

图表52: 18年亚洲目多个目的地增速出现下滑



资料来源: 各地旅游局, 华泰证券研究所

出境游行业格局分散，16年以来行业突发事件不断，加速行业出清，龙头旅行社产业地位不断巩固。据中国旅游研究院，2017年我国出境旅游花费达1152.9亿美元，以营收规模测算，17年龙头旅行社众信旅游/凯撒旅游市占率约为5%/3%。同时大型出境社数量不多，我们估算出境游收入规模超过50亿的线下旅行社有众信旅游、凯撒旅游、中国国旅。未来龙头旅行社凭借规模采购、产品研发、目的地资源优势，有望逐渐提升市场份额和盈利水平。

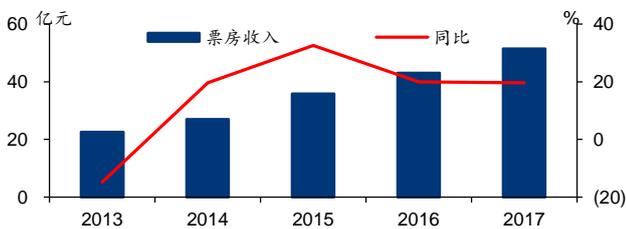
景区：周边短途游需求旺盛，休闲类景点受益

休闲景区：游玩内容丰富化，旅游演艺表现亮眼

对于消费者而言，观光游向休闲游转型背景下具有当地人文特色、地域特性和民俗特点的演艺项目迎合游客个性化消费需求。对政府而言，旅游演艺可以延长游客停留时间、增加游客消费、拉动当地经济。对演艺企业而言，旅游演艺相较传统景区具有投资金额较低、回收期短的特点，受到青睐。

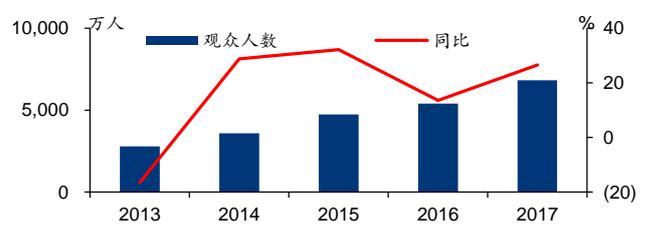
旅游演艺行业近年增速较快，观众人次提升迅速。据奇创旅游数据，旅游演艺2014年行业规模为110亿元，预计到2020年达232亿元，旅游演艺市场2015-2020年的年复合增长率为13.4%。2017年演艺市场票房收入约51.46亿元，同比增长20%，票房收入2014-2017年的年复合增速为22.8%。伴随行业逐渐成熟、游客需求升级，我们认为已经树立较强品牌影响力、资金实力较强能够进行规模扩张、研发创作能力突出的旅游演艺企业份额有望进一步提升。

图表53：全国旅游演艺市场票房收入及增速



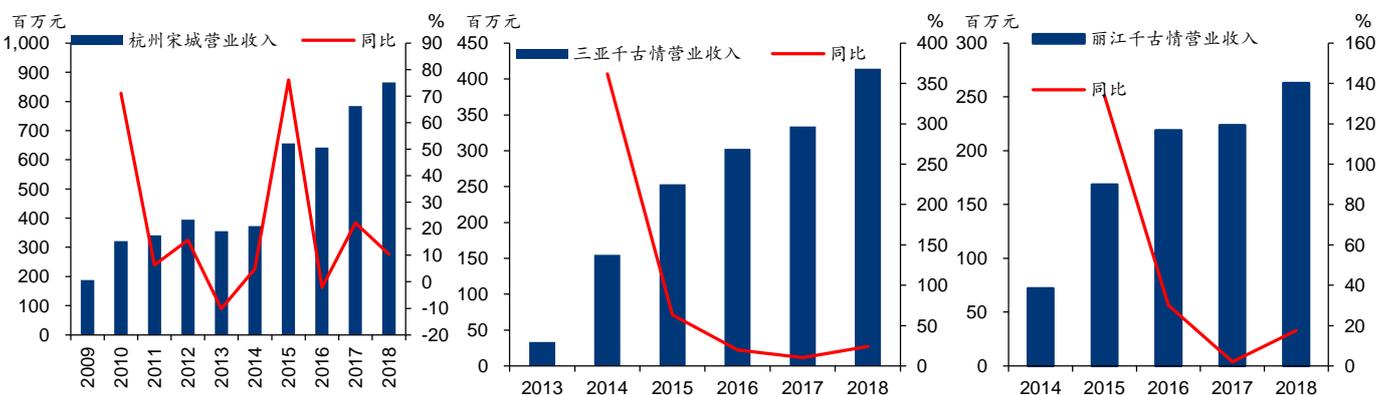
资料来源：道略文旅产业研究中心，华泰证券研究所

图表54：全国旅游演艺市场观众人数及增速



资料来源：道略文旅产业研究中心，华泰证券研究所

图表55：杭州宋城、三亚、丽江千古情历年收入及增速



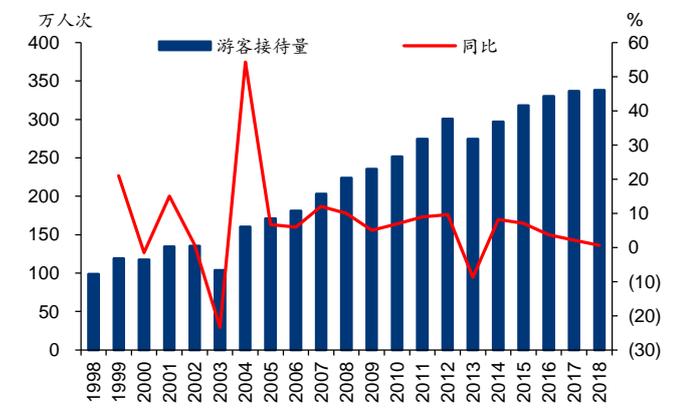
资料来源：Wind，华泰证券研究所

自然景区：门票长期承压，关注资源整合、转型升级

传统自然景区业态单一，游客吸引力下降，同时面临旺季接待瓶颈。票价方面，2019年3月14日，国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》称，各地价格主管部门要对2018年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面

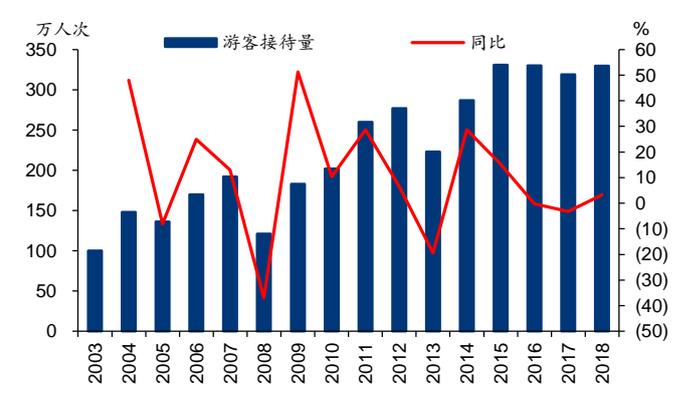
开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平，对2018年已经降价，但降价不到位、高定价大折扣等问题仍然突出的景区，要推动进一步降价。考虑国有自然景区的公益性属性定位，门票价格或长期承压。

图表56：14年以来黄山景区客流增速中枢不断下移



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表57：14年以来峨眉山客流增速下滑，18年因高铁开通客流提振



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

短期看客流催化、效率提升，长期看景区扩容、转型升级、资源整合进展。18年12月杭黄高铁通车，提振黄山景区客流，2019年五一接待游客11.23万人，同比增长43.91%；2017年3月峨眉山新管理层上任，积极推动内部治理改革，通过优化酒店采购渠道、严格把控营销费用等措施降低成本和费用开支，18年收入同比下降0.62%；归母净利润2.09亿元同比提升6.42%。

景区公司转型升级成必然趋势，打造综合度假区、形成旅游目的地品牌化成重要发展方向。黄山旅游等自然景区公司积极进行旅游资源升级改造及整合，黄山旅游18年陆续进行施北海宾馆、排云楼宾馆改造，花山谜窟一期提升工程全面启动，太平湖景区已完成策划初稿方案，同时积极选择优质古村落资源进行接洽调研。2018年12月28日，东黄山国际小镇市政基础设施建设启动，规划面积18.2平方公里，定位是打造“一生之城、国际慢城、多彩之城”，初步估算总投资规模约200—300亿元，近期(2020年)建设目标为黄山东门游客集散地，远期(2030年)建设目标为黄山脚下的旅游目的地，长期游客接待能力有望有明显提升。公司向休闲度假游升级方向明确，管理层执行力较强，建议持续跟踪资源整合进展。

投资建议：下半年超配，买入核心资产和优质成长

建议下半年加大对板块配置，坚定把握核心资产和优质成长股：

- 1) 建议关注有坚固基本面支撑的优质核心资产：免税龙头中国国旅具有牌照优势，职教龙头中公教育、酒店龙头首旅酒店/锦江股份、餐饮食品优质标的广州酒家有望畅享品牌溢价；
- 2) 化妆品、人力资源服务行业需求旺盛、维持高景气，出境游行业景气度有望复苏，龙头业绩有望高增长，建议关注人资服务龙头科锐国际、国货化妆品品牌珀莱雅、出境游龙头众信旅游。

图表58：重点公司一览表

证券代码	证券简称	18年 ROE (%)	19年 EPS	20年 EPS	19年 PE	20年 PE	看点
002607.SZ	中公教育	71.89	0.28	0.39	43.64	31.33	公司以公考业务起家，坚持研发为本，渠道下沉，通过优质内容、授课服务挖掘潜在职业培训需求，填补市场空白，具备跨赛道教研实力+渠道壁垒，有望充分受益行业增长红利。
603043.SH	广州酒家	21.16	1.13	1.49	25.04	18.99	公司加大研发投入、新品开发，核心月饼产品领先地位巩固，速冻等产品逐步规模化发展，老字号品牌力突出。2020年湘潭、梅州工厂有望建成，公司有望深入挖掘广东省内、扩大全国市场，成长路径清晰。
601888.SH	中国国旅	20.56	2.60	2.65	29.67	29.11	中免具有牌照和规模优势，持续整合国内市场，盈利能力有望持续提升。中免上海、北京市内免税店预计19年开业，若能向国人开放，有望打开新成长空间。
603605.SH	珀莱雅	18.28	1.91	2.49	32.63	25.03	公司前期依托渠道红利、营销投放有望实现份额的快速抢占，借助资本市场先发优势，研发、供应、品牌、渠道多维度综合实力将不断提升。19年公司重点发力生态化、平台化、国际化、年轻化四大方向，奠定后续业绩可持续增长基础。
300662.SZ	科锐国际	17.43	0.93	1.19	37.54	29.34	国内灵活用工行业处黄金发展期。公司目前市占率不足1%，客户、候选人资源及口碑优势凸显，有望持续外延整合提升市场份额，跟随国内大型一带一路企业客户发力国际市场。
600258.SH	首旅酒店	11.07	0.92	1.05	20.40	17.88	18年开店提速，发力中端酒店和加盟扩张，业绩高增长；19年公司计划新开店超800家，中高端占50%以上；加大存量酒店更新升级；发展好凯悦酒店合作品牌、打造航旅酒店连锁品牌，有望提升盈利能力。
600754.SH	锦江股份	8.60	1.33	1.42	19.29	18.06	维也纳和铂涛快速扩张，带动加盟收入高增长；19年预期前后端内部整合有望释放较大利润弹性。
002707.SZ	众信旅游	0.98	0.30	0.35	20.77	17.80	减税降费等利好政策频出，政府鼓励消费、提振需求方向明确，出境游行业有望持续回温，公司作为行业龙头有望充分受益。预计19Q2增长有望提速。公司持续向上游延伸产业链提升产业地位和盈利能力，产业龙头地位巩固。

备注：数据截至2019年5月10日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

- 1) 消费下滑：**旅游行业作为可选消费行业，对宏观经济环境变化比较敏感，经济增速、居民收入、物价、汇率等波动会对免税、酒店、餐饮、出境游和国内游等消费需求产生较大影响，进而影响相关上市公司经营业绩。

- 2) 突发事件影响客流：**天气、地震、国内外安全局势无法预料因素会影响景区客流情况，进而影响公司旅游收入和业绩。

- 3) 汇率大幅下降：**汇率变动对国内游客出境游、免税购物等活动具有影响，汇率贬值可能导致相关出境游旅游社及免税商业绩不达预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com