

2019年01月13日

餐饮旅游

## 18年商社板块业绩前瞻

- **商社板块18年&18Q4业绩预测前瞻：**
- ①**18年业绩增长有望超过20%标的：**中国国旅(+40.3%)：三亚免税销售额保持高位增速；海南免税购物限额提升促进客单价增长；并表日上上海贡献增量业绩；科锐国际(+57.4%)：18年在灵活用工业务高成长(18Q1-3内生员工收入预测增速52%) +猎头业务在区域及业务双扩张的带动下，业绩有望逆势成长；广州酒家(+27.0%)：速冻产能增加+食品业务区域扩张稳步推进，18年预计月饼收入增速10~20%、速冻收入预计增速30%+；珀莱雅(+31.5%)：线上销售高速增长，全年增速约达60%；线下渠道持续优化，优资莱展店提速；亚夏汽车(+70.0%)：依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场，公考高速增长+教师资格考试培训贡献增量业绩，大概率将保证公司实现2018年业绩承诺；天虹股份(+31.6%)：18年预计逆势新开业8家大店，成熟店利润回暖带动下业绩继续实现增长；宋城演艺(+25.8%)：景区主业在三亚、丽江带动下有望继续实现业绩增长，宜春项目12月末开业增厚轻资产业务收入，预计18年景区主业业绩9.84亿元/+24.66%；苏宁易购(+85.5%)：18Q4完成物流地产基金收购5家公司增厚2018年净利8.63亿元，华泰证券股权会计处理方法变更产生7.6亿元投资收益，出售阿里股权贡献52亿利润；海底捞(+80.4%)；首旅酒店(+36.2%)；爱婴室(+31.4%)；家家悦(+27.8%)；锦江股份(+25.9%)。
- ②**18Q4业绩增长有望超过20%标的：**永辉超市(+58.4%)、科锐国际(42.4%)、锦江股份(40.0%)、中国国旅(+35.6%)、周大生(+35.3)、宋城演艺(+31.6%)、爱婴室(+24.7%)、天虹股份(+20.0%)。
- ③**19年业绩有望维持高成长标的：**永辉超市(+53.02%)、科锐国际(+51.2%)、亚夏汽车(+43.8%)、海底捞(+43.6%)、中国国旅(+39.8%)、珀莱雅(+30.7%)、爱婴室(+30.1%)、周大生(+23.9%)、广州酒家(+23.3%)。
- **人民币汇率升破6.8，利好免税、出境游板块。**
- ①**近期人民币持续升值：**2018年11月以来，人民币呈持续走强趋势；2019年1月9日到11日，人民币升值幅度变大，1月10日，美元兑人民币中间价报6.8160，较上一交易日中间价大幅上涨366点。
- ②**利好免税板块：**汇率波动对中国国旅利润表影响主要分为两个部分，1)以人民币计价的采购成本波动，影响存货价值，传导到毛利率；2)由于应付账款账期导致产生汇兑损益(详见《中国国旅汇兑损益如何分析？简析汇率波动对中国国旅利润表的影响》)。人民币升值有望缓解此前贬值趋势下毛利率压力，降低汇兑损失，利好中国国旅。
- ③**利好出境游板块：**出境游人次增速与人民币汇率呈现一定的相关性。2018年下半年以来，伴随人民币贬值、部分目的地事件性因素影响(泰国沉船事件)，出境游增速呈现放缓趋势。人民币大幅回升有望提振出境游需求，利好众信旅游、凯撒旅游。

## 行业周报

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	71.12 买入-A
300662	科锐国际	31.18 买入-A
603043	广州酒家	29.80 买入-A
300144	宋城演艺	27.50 买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.26	-0.41	-18.58
绝对收益	2.51	1.49	-0.86

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

### 相关报告

价值成长齐飞 全面看好板块  
2018-03-11

当下时点，如何重新看待出境游？  
2018-03-05

免税垄断格局已定 2018-03-04

春节旅游消费数据持续强劲 细分板块  
龙头全面开花持续推荐 2018-02-26

大跌之下继续寻找基本面持续向好优质  
标的 2018-02-12

- **人服继续推荐科锐国际：布局个税改革新领域，“全薪全E”重磅推出有望打开新市场。** 1) 公司近期推出“全薪全E”，为19年起新个税法案下的布局薪税领域的重要产品，并通过闭环式服务打造及3套针对不同客户的灵活套餐服务，有望大幅减轻企业HR的事务性工作，从而提高企业在新税法下的管理效率。2) 19年社保入税时间延后，但从社保缺口持续扩大+社保失信企业惩罚加大+社保降费率承诺明确提出来看，企业规范化缴纳社保依旧是大势所趋。3) 社保入税在需求端有利于仍处低渗透率的灵工行业持续提高渗透率，供给端则有利于向规范化的灵工龙头提升其市占率，长期逻辑均未变化。4) 公司核心逻辑：国内灵活用工行业有望迎5~10年大发展，科锐国际在“一体两翼”技术布局+外延并购推动下，业绩有望持续高成长。
- **一周市场回顾：** 休闲服务上涨3.7%，上证综指上涨1.6%，深证成指2.6%。板块个股涨幅前三：中国国旅/6.3%、岭南控股/6.0%、锦江股份/4.9%；跌幅前三：大东海B/-4.0%、首旅酒店/-3.0%、大东海A/-2.7%。
- **行业要闻：**
  - **酒店：**“卫生门”涉事酒店受处罚，酒店乱象还需“亮剑”
  - **景区：**张家界景区安全漏洞频出，坠石事故致一人死亡
  - **出境游：**中国公民出入境人数连续15年保持稳步增长
  - **其他旅游：**研学游市场规模将超千亿
  - **教育：**高校压缩自主招生名额，提高选拔质量
  - **体育：**中国女排代言德意电器
- **公司动态：**
  - **三特索道：**将湖北保康九路寨生态旅游区项目投资规模调增为17,000万元，追加投资规模5,490万元；
- **投资建议：** 中国国旅，永辉超市，科锐国际，珀莱雅，广州酒家，爱婴室，苏宁易购，家家悦。
- **风险提示：** 宏观经济下行风险，酒店供需改善不及预期风险，自然灾害等不可抗力风险，索道提价不及预期。

## 内容目录

<b>1. 18年商社板块业绩前瞻</b> .....	<b>4</b>
<b>2. 本周市场回顾</b> .....	<b>10</b>
2.1. 行业表现.....	10
2.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数均上涨，休闲服务板指上涨3.70%.....	10
2.1.2. 本周估值对比：休闲服务板块估值仍处历史较低水平.....	11
2.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：中国国旅上涨6.27%.....	12
2.2. 资金动向.....	13
2.2.1. 个股资金跟踪：中青旅净买入额占社服榜首.....	13
<b>3. 本周行业资讯</b> .....	<b>14</b>
3.1. 酒店：“卫生门”涉事酒店受处罚，酒店乱象还需“亮剑”.....	14
3.2. 景区：张家界景区安全漏洞频出，坠石事故致一人死亡.....	14
3.3. 出境游：中国公民出入境人数连续15年保持稳步增长.....	15
3.4. 其他旅游：研学游市场规模将超千亿.....	15
3.5. 教育：高校压缩自主招生名额，提高选拔质量.....	16
3.6. 体育：中国女排代言德意电器.....	17
<b>4. 下周重要提示</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 本周观点：四季度板块有望保持成长，谨慎乐观下优选龙头标的</b> .....	<b>19</b>
5.1. 科锐国际：布局个税改革新领域，“全薪全E”重磅推出有望打开新市场.....	19
5.2. 三特索道：剥离投资大且回收期长的崇阳项目，轻装上阵更进一步！.....	19
5.3. 人民币汇率升破6.8，利好免税、出境游板块.....	20

## 图表目录

图 1：社服板块标的 18 年 Q4 业绩预测.....	4
图 2：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 7 位（2019/01/11）.....	10
图 3：除餐饮外，社服各子版块均有所下跌（2019/01/11）.....	11
图 4：休闲服务板块相对估值图（2019/01/11）.....	11
图 5：旅游综合板块相对估值图（2019/01/11）.....	11
图 6：餐饮板块相对估值图（2019/01/11）.....	11
图 7：酒店板块相对估值图（2019/01/11）.....	11
表 1：商社板块 18-19 年标的业绩前瞻.....	6
表 2：大盘整体上涨，休闲服务板块上涨 3.70%（2019/01/11）.....	10
表 3：本周休闲服务板块个股龙涨虎榜（A 股）.....	12
表 4：本周教育板块个股龙虎榜（跨市场）.....	12
表 5：休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）.....	13
表 6：教育板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）.....	13
表 7：下周个股重要提示（2019/01/14-2019/01/19）.....	18

## 1. 18 年商社板块业绩前瞻

**社服板块：1) 18Q4 单季度业绩增速预计有望超过+30%标的：科锐国际 (+42.4%)、锦江股份 (+40.0%)、中国国旅 (+35.6%)、宋城演艺 (+31.6%)。**

①科锐国际：18 年 Q4 业绩高成长我们认为主要在经济不确定情况下，公司的灵工业务继续保持高成长，叠加猎头业务在服务区域和业务领域双扩张下的逆势成长带动。

②锦江股份：根据公告，公司已在 18 年 10 月期间出售金融资产获税前投资收益约 1.30 亿元(17Q4 的非经常性损益为-0.09 亿元)，保守假设公司在 18Q4 启动部分自营店等改造使得费用较显著增加，预计 18Q4 扣非业绩同降 20%，但 18Q4 整体归母净利润为 2.38 亿元，同比增长 40.0%。

③中国国旅：三亚免税销售额保持高位增速；海南免税购物限额提升促进客单价增长；并表日上上海贡献增量业绩；

④宋城演艺：18 年 Q4 业绩高成长主要因为宜春项目在 12 月 28 日正式开园，因此确认较多轻资产收入所致，景区主业增速保持稳健（17 年的宁乡轻资产项目为三季度开业，因此收入更多确认在 17 年单三季度）。

**2) 其他社服标的 18Q4 业绩估测明细：**

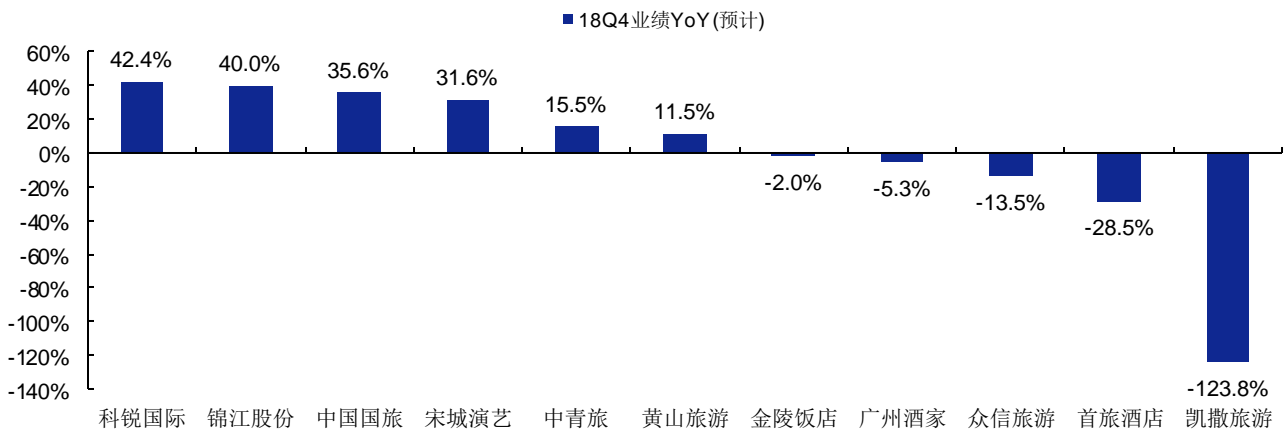
①广州酒家：由于 18 年中秋错位在 10 月份，因此造成 18Q3 月饼收入偏多，18Q4 月饼的收入偏少。预计公司 18 年的月饼系列销售额增长 15~17%，18Q4 业绩增速-5.3%，18 全年业绩 4.32 亿元，同比增长 27.0%。

②首旅酒店：17Q4 单季度扣非业绩 5001 万元，非经常性损益 3046 万元，预计 18Q4 扣非业绩 5750 万元/yoy+15%，非经常性损益预计为 0 元，因此 18Q4 整体业绩预计下降 29%，预计 18 年首旅的归母净利 8.6 亿元/+36.2%，扣非业绩预计 7.27 亿元/+21%。

③黄山旅游：预计 18Q4 出售华安证券累计产生的投资收益约 11783 万元，考虑到部分 19 年主业费用可能在 18Q4 提前计提，预计整体业绩 0.80 亿元/+yoy 11.5%。

④凯撒旅游：2017 年 Q4 受大额资产减值影响单季归母净利为-1.19 亿元，且第四季度为公司业务淡季，保守估计 2018Q4 较去年同期略有提升；估计 2018 全年归母净利约为 3.4 亿。

图 1：社服板块标的 18 年 Q4 业绩预测



资料来源：安信证券研究中心预测

**商社 19 年重点标的及盈利预测：1) 中国国旅：中短期内看海南增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。**

①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②三亚免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；⑤规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

**2) 永辉超市：必需消费龙头，内外整合赋能提速，兼具高成长性 & 业绩弹性。**

①公司以生鲜差异化定位为始，在行业双线融合发展趋势之下，云超板块内生确定性已较足；顺势而行

力促内外整合加速，并向平台化方向行进，待降本增效完成，或充分受益于行业集中度提升，成就规模、盈利能力双双逆势增长，具备高成长性。②当前彩食鲜、云创拟出表促主业聚焦、轻装前行，一二集群合并、管理人分工明确或使云超效率改善，叠加中后台系统促控费加强，或可提升效率带来更高业绩弹性；③以美为鉴，沃尔玛估值与业绩增速有较大相关性，特别在快速扩张期估值提升明显，PE 最高达 50 倍，PS 最高达 2 倍；针对 2018-2020 年云超内生 25% 增速，考虑稀缺龙头成长性及内外整合赋能期弹性溢价，给予 2019 年云超板块(扣除股权激励费用余额) 35 倍 PE，继续推荐。

**3) 科锐国际：国内灵活用工行业有望迎 5~10 年大发展，技术+外延推动下民营灵工龙头高增可期。**①行业层面：国内目前灵工渗透率仅约 1-2% (不含劳务派遣)，对比发达国家平均约 25% 的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下，预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②公司层面：科锐为国内灵工的民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，灵工领先优势有望扩大，实现高于行业的业绩增速。猎头业务则在横向区域扩张、纵向细分领域拓展带动下，继续实现逆势成长。③对标海外：人服企业在技术+并购驱动下，国外成熟市场中灵工龙头的市占率往往能达到 6%~9%，而国内目前市场分散，公司作为龙头之一，在国内市占率约 2%，且灵工顾问人数仅日本 Recruit 的 0.45%，未来成长提升空间巨大。

**4) 珀莱雅：公司基本面稳健，优质赛道龙头市占率稳步提升。**①线上：公司不断加大对于电商渠道的各项资源投入，已经建立约 200 人资深电商团队，持续优化线上营销及销售，2018 年线上增速约达 60%；②线下：公司在维持 CS 渠道优势基础上，加大力度开发 KA、百货渠道，优化货架位置及营销，传统渠道效率有望大幅提升；③行业：低线市场空间广阔，彩妆市场亟待开发，且行业呈现明显的规模效应，公司为优质赛道龙头，股权激励与核心高管及业务骨干充分绑定，有望持续提升市占率。

**5) 广州酒家：湘潭梅州生产基地建设稳步推进，中长期产能扩产及区域扩张的稳健成长逻辑清晰。**公司月饼、速冻等食品业务目前产能供不应求，预计 2019-21 年间在湘潭、梅州和广州本部 IPO 扩产项目带动下，相比 18 年的食品收入有望累计增长 84% (即使不提价仍有望增长 75%)。未来在省内开拓深圳等市场，省外开拓华东华中市场的区域扩张带动下，食品收入有望稳健增长，叠加餐饮老店增速回暖+良好的现金流 (17 年经营现金流 4.2 亿) + 估值相对便宜 (19 年 PE 20x)，高 ROE (近 20%) + 高分红 (17 年现金分红占净利 42%) + 高管股权激励方案落地，未来中长期有望继续稳健增长。

**6) 爱婴室：母婴渠道唯一上市龙头，渠道+布点先发优势明显。**①渠道优势为核心壁垒：已于华东及华南区域铺设 212 家直营门店；管理层深耕行业近 20 年，掌握核心渠道资源；②以量带价为重点战略之一：以标准化程度高、价格高度敏感的品类 (奶粉、尿布) 为引流产品，带动体验性较强的高毛利品类产品销售，保证获利空间；③充分利用终端优势，强化门店导购服务，进行消费者教育；并利用到店服务 (抚触馆、游泳馆) 提升客户粘性；④利用连锁品牌效应、终端导购优势，不断提升自有品牌占比，提升毛利率。

**7) 苏宁易购：家电渠道壁垒坚固，依托核心优势打造双线智慧零售。**①公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；②部分品类将体现出较强的规模效应，线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力；③物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间；公司团队利益充分绑定，经营效率将有效提升。

8) 家家悦：生鲜定位区域优势龙头，稳步推进西部扩张、门店调整升级、渠道下沉，扩张、提效潜力较大，19年业绩增速稳健。公司以生鲜差异化定位深耕胶东，区域优势明显，烟咸市占率超40%、60%；凭借供应链及物流优势，稳步推进门店扩张升级及渠道下沉，欲于西部复制烟咸模式，并进入河北拟开启跨省拓展新篇章；若跨区域复制成功，仅以山东人口及社零为标准估算，单年营收将是4-6倍增长，扩张、提效潜力较大，且作为必需消费2019年业绩增速相对稳健。

表 1：商社板块 18-19 年标的业绩前瞻 (单位：亿元)

板块	股票简称	18Q1-3 (实际)		18Q4 (预测)		18 全年 (预测)		19 全年 (预测)		PE		相关业绩假设及说明
		归母净利	YOY (%)	归母净利	YOY (%)	归母净利	YOY (%)	归母净利	YOY (%)	18E	19E	
免税	中国国旅	27.05	42%	8.45	36%	35.50	40%	49.62	40%	33.4	23.9	中短期内看海南增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升：①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②三亚免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；⑤规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。
	锦江股份	8.72	23%	2.38	40%	11.10	26%	13.50	22%	18.3	15.0	①公司 18Q4 已出售金融资产预计增厚业绩 0.95 亿元，预计 18Q4 扣非业绩同降 20% (保守假设部分 19 年费用或提前计提)，整体 18Q4 业绩 2.38 亿元/+40%；②酒店提价周期延续，轻资产加盟扩张持续推进。预计锦江 18Q4 成熟店 RevPAR 提升 3%，18 年境内门店数毛开店 950 家；预计 18 全年扣非业绩 8.2 亿元/+22%。
	首旅酒店	8.01	46%	0.58	-29%	8.59	36%	9.48	10%	16.6	15.0	①17Q4 单季度扣非业绩 5001 万元，非经常性损益 3046 万元，预计 18Q4 扣非业绩 5750 万元/yoy+15%，非经常性损益预计为 0 元，因此整体 18Q4 业绩下降 19%；②酒店提价周期延续，轻资产加盟扩张持续推进。预计如家酒店 18Q4 整体 RevPAR 提升 2.5%，18 年 Q1-3 加盟店净增 275 家 (经济+中端)；预计 18 年首旅的归母净利 8.6 亿元/+36.2%，扣非业绩预计 7.27 亿元/+21%。
酒店	金陵饭店	0.60	-18%	0.30	-2%	0.90	-13%	0.95	6%	27.6	26.2	①18 年自营酒店与酒店管理业务业绩预计稳步提升；②受益中高端酒类回暖，孙公司苏糖糖酒销售向好。
餐饮	广州酒家	2.98	50%	1.35	-5%	4.32	27%	5.33	23%	25.6	20.8	①速冻二期 18 年 H1 开始部分释放产能，粮丰园月饼产能预计 18Q3 开始释放；②18 年月饼系列整体销售额预计增长 15~17%；③17 年新开的餐饮次新店继续爬坡，带动餐饮同店继续增长。
	海底捞	-	-	-	-	18.64	99%	26.76	44%	42.8	29.8	①预计海底捞在 2018-20 年分别新开 203 家/238 家/288 家门店，总门店数到 2020 年增至 1002 家；②预计 2020 年的平均翻台率下降至 4.5 次/天；③未来 3 年的平均客单价均保持不变。
出境游	众信旅游	2.09	15%	0.44	-14%	2.53	9%	2.95	17%	21.5	18.5	①2018 年第三季度单季业绩受泰国沉船事件、俄罗斯包机业务取消等事件性因素影响，业绩增速低于预期，但不构成长期趋势；②公司大力布局零售端业务，零售业务拓展顺利有望带动毛利率持续提升；③公司发行股份收购竹园国旅剩余 30% 股

	凯撒旅游	3.12	-8.2%	0.28	-124%	3.40	54.1%	4.17	22.6%	16.4	13.4	份获得证监会批准,有望强化渠道控制力、增厚公司业绩。 “品牌+资源+渠道”优势突出,凯撒旅游由于强大的品牌效应,客单价高、客户粘性强;通过强大的门店铺设和管理能力,抢占机制不佳的国企零售门店的份额;凭借规模优势强化目的地资源控制,增强与上游资源供应商的议价能力。
休闲景区	宋城演艺	11.47	25%	2.22	48%	13.69	28%	15.22	11%	20.8	18.7	①景区业绩 18-20 年预计 10.0 亿元/11.9 亿元 /17.2 亿元,对应增速 +27%/+19%/+44%;②三亚项目快速增长,杭州本部、丽江项目预计收入稳健提升;③宜春轻资产项目推动 18Q4 业绩同比增厚增长;④6 间房假设 19 年 4 月出表,投资收益 2.21 亿元;⑤西安、张家界项目保守预计分别在 19 年 6 月和 9 月开业;
	中青旅	5.47	9%	0.81	15%	6.28	10%	7.10	13%	15.1	13.4	①预计乌镇、古北 18Q3 的客流分别同比下降 10%和下降 9.5%;②旅行社在光大集团线上线下引流+出境游回暖+效率提升下继续减亏;③乌镇旅游的 1.94 亿元补助假设在 18H1 确收。
自然景区	黄山旅游	4.21	23%	0.80	11%	5.01	21%	4.78	-5%	14.4	15.1	①预计 18Q4 出售华安证券累计产生的投资收益约 11783 万元,考虑到部分 19 年主业费用可能在 18Q4 提前计提,预计整体业绩 0.80 亿元/+yoy 11.5%;②杭黄高铁开通+机场合作后长线客流提升+酒店激励和压力机制延续,山下酒店持续减亏,19 年景区主业的业绩预计继续增长;
	三特索道	1.59	1032%	(0.20)	133%	1.39	2427%	0.80	-42%	18.1	31.4	①转让咸丰公司股权,预计取得投资收益约 1.27 亿元;②海南(猴岛+索道)、梵净山景区业绩继续增长;③注销四家子公司预计减亏 400 万元;
	峨眉山 A	1.69	1132%	0.55	22%	2.24	14%	2.56	14%	13.9	12.2	①18H1 三次层面推动公司降本提效,18H2 期间费用率有望继续压减;②峨眉山预计在 9 月 20 日起下调景区旺季门票 13.5%,预计对 18 年的业绩影响为相比未降价减少 740 万元(仅在 9 月 20 日至 12 月 14 日),对应 17 年业绩约 3.8%;对 19 年全年的业绩影响为相比未降价减少 1610 万元,对应 17 年业绩约 8.2%;③中长期在打造区域资源整合平台,外延打开成长瓶颈,丰富休闲业态创新盈利点。
	长白山	0.77	1232%	0.13	-711%	0.90	27%	1.07	19%	27.0	22.7	①长白山在 18 年末至 19 年出预计实施“惠民五条”,免门票有望推动客流增长,利好公司客运及酒店收入;②中长期在长白山机场扩建+高铁开通,有望带来大交通红利,提升景区客流人次。
人服	科锐国际	0.92	62%	0.25	42%	1.17	57%	1.77	51%	42.9	28.3	①受益行业需求提升+技术端持续布局,预计公司的灵活用工 18Q4 收入继续同比增长;②Invesigo 在 18H1 并表,18H2 实现业绩增厚 850 万元;
百货	天虹股份	6.73	37%	2.72	20%	9.45	32%	10.91	15%	13.8	12.0	①展店:预计 18 年新开 8 家大店,19-20 年展店均为 10 家大店;②优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化,三层面推动优化客户体验;
	王府井	9.89	89%	1.73	-2%	11.62	28%	12.45	7%	9.3	8.7	多业态协同发展+线上线下融合加强+规模效应,叠加混改进一步深化,预计公司业绩有望保持稳健成长。
珠宝	老凤祥	9.88	10%	3.07	28%	12.95	14%	14.68	13%	17.0	15.0	①预计 2018-2020 年每年门店新增 150-200 家(主要均为加盟店);②黄金

												价格基本维持目前水平; ③国企改革顺利推进。
	周大生	5.95	43%	2.38	35%	8.33	41%	10.32	24%	15.7	12.6	公司积极把握“品牌+供应链整合+渠道”产业模式的协同价值, 未来计划以加盟店快速渗透三四线城市, 结合线上平台打造O2O珠宝生态圈, 预计业绩有望持续高成长
超市	永辉超市	10.18	-27%	6.72	58%	16.90	-7%	25.86	53%	46.1	30.1	①全年同店约1-2%; ②全年展店135家; ③毛利率稳中有升; ④云超费用率基本平缓, 云创、云商亏损略升;
	家家悦	3.01	34%	0.96	11%	3.97	28%	4.70	18%	24.4	20.6	①全年同店3-3.5%; ②全年展店共约80家; ③毛利率稳中有升, 费用率管控良好; 线上保持高位增速, 线下格局持续优化。
化妆品	珀莱雅	1.82	45%	0.82	10%	2.64	31%	3.45	31%	35.5	27.2	①线上: 公司不断加大对于电商渠道的各项资源投入, 已经建立约200人资深电商团队, 持续优化线上营销及销售, 2018年1-11月线上增速约达50%+; ②线下: 公司在维持CS渠道优势基础上, 加大力度开发KA、百货渠道, 优化货架位置及营销, 传统渠道效率有望大幅提升; ③行业: 低线市场空间广阔, 彩妆市场亟待开发, 且行业呈现明显的规模效应, 公司为优质赛道龙头, 有望持续提升市占率。
	上海家化	4.54	38%	0.88	1%	5.42	39%	7.18	32%	33.5	25.3	考虑到公司自有和收购品牌销售强劲, 在渠道创新+精准营销+平安集团资源共享下, 业绩有望继续稳健增长
母婴	爱婴室	0.66	38%	0.57	25%	1.23	31%	1.60	30%	31.2	24.0	渠道优势明显, 以量带价利用终端优势优化盈利能力。①渠道优势为核心壁垒: 爱婴室成立于2005年, 已于华东及华南区域铺设212家直营门店; 管理层深耕行业近20年, 掌握核心渠道资源, 与重点母婴品牌已建立长期稳固合作关系; ②以量带价为重点战略之一: 以标准化程度高、价格高度敏感的品类(奶粉、尿布)为引流产品, 带动体验性较强的高毛利品类产品销售, 保证获利空间; ③充分利用终端优势, 强化门店导购服务, 进行消费者教育; 并利用到店服务(抚触馆、游泳馆)提升客户粘性; ④利用连锁品牌效应、终端导购优势, 不断提升自有品牌占比, 提升毛利率; 2017年自有品牌营收占比8%, 2020年有望提升至20%, 毛利率有望提升近2pct;
教育	亚夏汽车	0.40	-27%	8.99	4894%	9.39	70% 备考口径	13.50	44%	6.3	4.4	依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒, 从优势领域公考培训拓展职教大市场。①截至2018年4月30日, 中公教育拥有覆盖31个省市自治区319个地级市, 由619个直营分支机构组成的强大服务和学习网络, 深入低线城市, 已建立了坚固壁垒, 具有明显先发优势及规模效应; ②中公教育是公考领域绝对龙头(2017年市占率约21%), 且市占率呈提升趋势, 未来更有望受益于参培率增长以及客单价提升; ③中公教育已成功拓展事业单位考试培训、教师资格考试及招录培训, 受益于品牌及规模效应实现高速增长, 2017年事业单位考试培训、教师资格考试及招录培训市占率依次为5.37%、11.04%; 未来公司有望寄托现有优势, 继续扩张职教培训版图。
电商	苏宁	61.27	812%	16.86	-52%	78.13	85%	32.40	-59%	12.7	30.7	①四季度将完成物流地产基金收购5家公



易购

司增厚 2018 年净利 8.63 亿元，华泰证券股权会计处理方法变更产生 7.6 亿元投资收益；②公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；③部分品类将体现出较强的规模效应，线下渠道的布局将提升传统强项家电品类的议价能力；④物流及广告费用弹性较大，具大幅优化空间。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

## 2. 本周市场回顾

### 2.1. 行业表现

#### 2.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数均上涨，休闲服务板指上涨 3.70%

本周各主要指数：休闲服务上涨 3.70%，上证综指上涨 1.55%，深证成指上涨 2.60%，创业板指上涨 1.32%，沪深 300 上涨 1.94%，恒生指数上涨 4.06%。

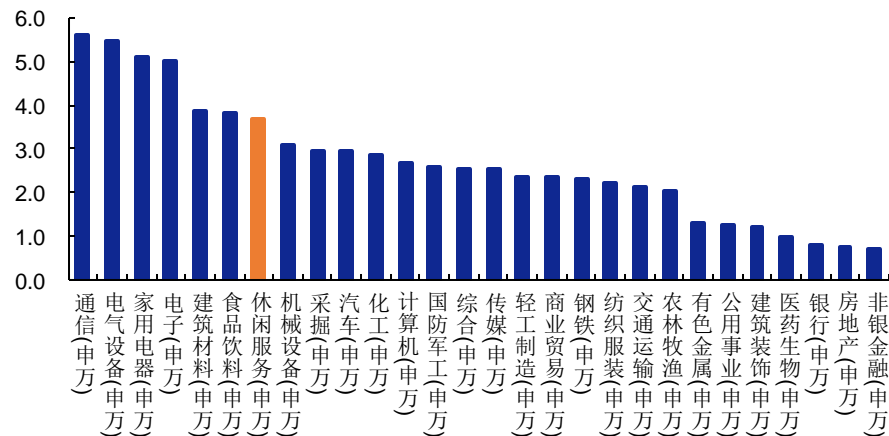
表 2：大盘整体上涨，休闲服务板块上涨 3.70% (2019/01/11)

	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	周 PE 均值	年初至今涨跌幅 (%)
上证综指	1.55	6,847.73	1.47	2.40
深证成指	2.60	9,510.09	2.23	3.24
创业板指	1.32	2,903.89	1.18	0.88
沪深 300	1.94	4,700.90	1.36	2.79
休闲服务(申万)	3.70	84.64	3.88	-0.06
恒生指数	4.06	1,753	3.11	3.18

资料来源：wind，安信证券研究中心

本周 28 个申万一级行业：休闲服务板块 (3.70%) 在 28 个申万一级行业中的排名第 7 位。本周涨幅最小的板块非银金融板块 (0.70%)，涨幅最大的板块为通信板块 (5.61%)。

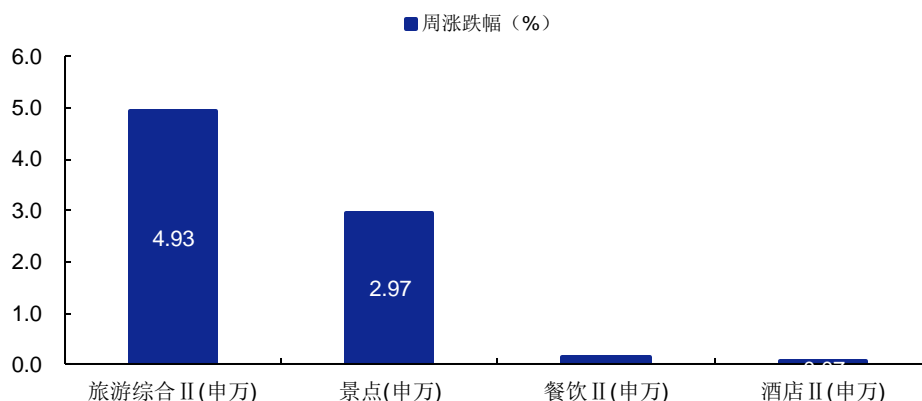
图 2：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 7 位 (2019/01/11)



资料来源：wind，安信证券研究中心

本周餐饮旅游各细分板块：旅游综合板块上涨 4.93%，酒店板块上涨 0.07%，景点板块上涨 2.97%，餐饮板块上涨 0.16%。

图 3：除餐饮外，社服各子版块均有所下跌（2019/01/11）

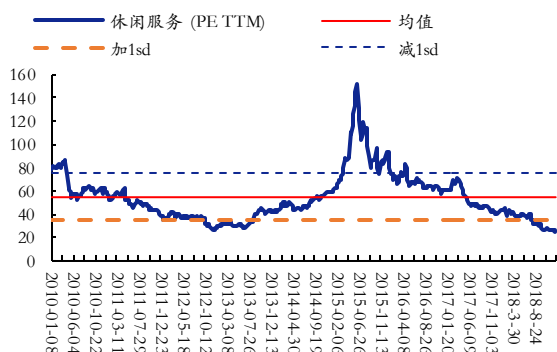


资料来源：wind，安信证券研究中心

### 2.1.2. 本周估值对比：休闲服务板块估值仍处历史较低水平

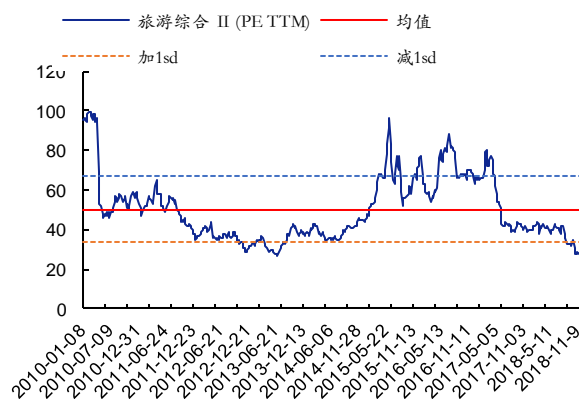
各板块当前PE TTM：截止2019年01月11日，休闲服务板块为26.24X，旅游综合板块为29.10X，餐饮板块为27.59X，酒店板块为25.10X。

图 4：休闲服务板块相对估值图（2019/01/11）



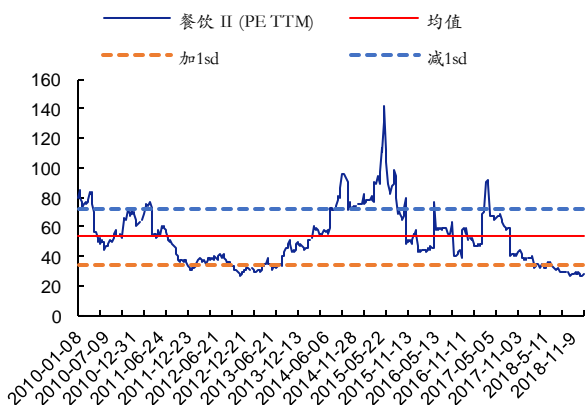
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：旅游综合板块相对估值图（2019/01/11）



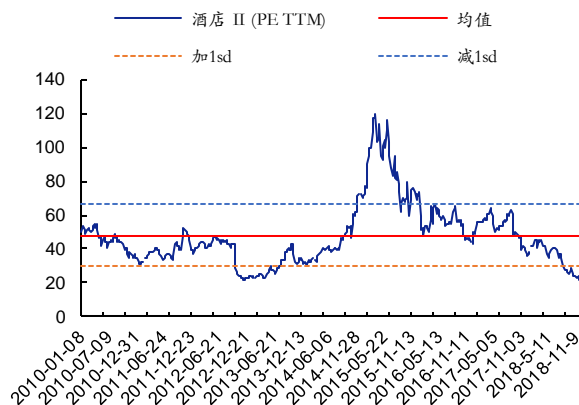
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：餐饮板块相对估值图（2019/01/11）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：酒店板块相对估值图（2019/01/11）



资料来源：wind，安信证券研究中心

### 2.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：中国国旅上涨 6.27%

**休闲服务涨幅前五：**中国国旅 (+6.27%)、岭南控股 (+6.02%)、锦江股份 (+4.91%)、国旅联合 (+4.67%)、凯撒旅游 (+4.05%)；

**休闲服务跌幅前五：**大东海 B (-4.02%)、首旅酒店 (-3.00%)、大东海 A (-2.73%)、\*ST 云网 (-2.13%)、黄山 B 股 (-0.66%)。

**表 3：本周休闲服务板块个股龙虎榜（A 股）**

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	601888.SH	中国国旅	1,184.76	60.68	6.27
	000524.SZ	岭南控股	20.16	7.40	6.02
	600754.SH	锦江股份	137.29	21.17	4.91
	600358.SH	国旅联合	16.46	3.81	4.67
	000796.SZ	凯撒旅游	55.70	6.94	4.05
跌幅前五	200613.SZ	大东海 B	3.64	4.77	-4.02
	600258.SH	首旅酒店	90.94	14.56	-3.00
	000613.SZ	大东海 A	19.90	7.49	-2.73
	002306.SZ	*ST 云网	25.57	3.22	-2.13
	900942.SH	黄山 B 股	19.18	1.21	-0.66

资料来源：wind，安信证券研究中心

**教育涨幅前五：**拓维信息 (+18.31%)、GOLDWAY EDU (+16.53%)、新海宜 (+13.99%)、网龙 (+12.32%)、三垒股份 (+12.12%)；

**教育跌幅前五：**香港教育国际 (-8.20%)、成实外教育 (-6.72%)、宇华教育 (-6.70%)、东方时尚 (-4.26%)、凤凰传媒 (-3.90%)。

**表 4：本周教育板块个股龙虎榜（跨市场）**

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	002261.SZ	拓维信息	45.83	5.04	18.31
	08160.HK	GOLDWAY EDU	2.72	0.52	16.53
	002089.SZ	新海宜	45.79	4.89	13.99
	00777.HK	网龙	61.57	11.59	12.32
	002621.SZ	三垒股份	56.35	20.82	12.12
跌幅前五	01082.HK	香港教育国际	1.80	0.33	-8.20
	01565.HK	成实外教育	99.54	3.22	-6.72
	06169.HK	宇华教育	82.59	2.53	-6.70
	603377.SH	东方时尚	22.22	13.48	-4.26
	601928.SH	凤凰传媒	188.07	7.39	-3.90

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2.2. 资金动向

### 2.2.1. 个股资金跟踪：中青旅净买入额占社服榜首

**休闲服务净买入前五：**中青旅 (+0.15 亿元)、大连圣亚 (+0.05 亿元)、凯撒旅游 (+0.03 亿元)、张家界 (+0.03 亿元)、天目湖 (+0.03 亿元)；

**休闲服务净卖出前五：**首旅酒店 (-0.66 亿元)、大东海 A (-0.18 亿元)、中国国旅 (-0.17 亿元)、西安旅游 (-0.16 亿元)、新智认知 (-0.04 亿元)。

表 5：休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	600138.SH	中青旅	95.11	13.14	0.15	28.74
	600593.SH	大连圣亚	34.56	26.83	0.05	6.17
	000796.SZ	凯撒旅游	55.70	6.94	0.03	9.93
	000430.SZ	张家界	17.35	5.23	0.03	10.62
	603136.SH	天目湖	6.06	30.30	0.03	2.80
净卖出前五	600258.SH	首旅酒店	90.94	14.56	-0.66	69.91
	000613.SZ	大东海 A	19.90	7.49	-0.18	39.71
	601888.SH	中国国旅	1,184.76	60.68	-0.17	39.88
	000610.SZ	西安旅游	17.41	7.40	-0.16	136.92
	603869.SH	新智认知	42.20	15.74	-0.04	5.32

资料来源：wind，安信证券研究中心

**教育板块净买入前五：**科大讯飞 (+1.30 亿元)、三垒股份 (+0.37 亿元)、拓维信息 (+0.31 亿元)、勤上股份 (+0.14 亿元)、天神娱乐 (+0.12 亿元)；

**教育板块净卖出前五：**罗牛山 (-6.07 亿元)、陕西金叶 (-0.73 亿元)、威创股份 (-0.57 亿元)、新海宜 (-0.54 亿元)、天舟文化 (-0.25 亿元)。

表 6：教育板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	002230.SZ	科大讯飞	527.91	28.97	1.30	283.37
	002621.SZ	三垒股份	56.35	20.82	0.37	15.58
	002261.SZ	拓维信息	45.83	5.04	0.31	267.30
	002638.SZ	勤上股份	27.81	2.84	0.14	95.53
	002354.SZ	天神娱乐	38.21	5.55	0.12	72.46
净卖出前五	000735.SZ	罗牛山	117.62	11.10	-6.07	636.78
	000812.SZ	陕西金叶	25.36	3.79	-0.73	108.63
	002308.SZ	威创股份	43.38	4.81	-0.57	183.62
	002089.SZ	新海宜	45.79	4.89	-0.54	593.12
	300148.SZ	天舟文化	38.52	4.81	-0.25	355.84

资料来源：wind，安信证券研究中心

### 3. 本周行业资讯

#### 3.1. 酒店：“卫生门”涉事酒店受处罚，酒店乱象还需“亮剑”

➤ 行业资讯:

##### “卫生门”涉事酒店受处罚，酒店乱象还需“亮剑”

“酒店卫生门”中涉事的上海宝格丽酒店等7家高端酒店已全部被处以警告，并被罚款2000元。消费者认为处罚力度过轻。业绩认为，我国应进一步完善市场监管体系，尤其是完善相关法律法规，对于存在卫生乱象的酒店予以重罚，依法保护消费者合法权益。（环球旅讯）

➤ 公司重要事项:

【岭南控股】原独立财务顾问主办人刘恺先生不再担任公司重组项目的独立财务顾问主办人。谭旭女士、郭国先生将继续担任公司重组项目的独立财务顾问主办人，公司重组项目不再新增独立财务顾问主办人。

#### 3.2. 景区：张家界景区安全漏洞频出，坠石事故致一人死亡

➤ 行业资讯:

##### 张家界景区安全漏洞频出，坠石事故致一人死亡

张家界大峡谷景区接连现安全漏洞，7个月内再现坠石事故。1月6日，湖南省张家界市慈利县政府发布最新公告指出，今年1月3日13时30分许，张家界大峡谷景区一线天B2游道附近发生山石坠落，砸伤一名游客，受伤后被紧急送往医院，经抢救无效死亡。（劲旅网）

##### 全国各地景区频现摘牌现象

近日，北京市组织专家对2017年复核不达标的景区和延期复核景区进行二次复核时，两家景区延期复核，一家3A级景区被摘牌。近年来，文化和旅游部掀起了景区“摘牌风暴”，全国范围内已涉及200多家A级旅游景区。（劲旅网）

➤ 公司重要事项:

【中青旅】为控股子公司中青博联整合营销顾问股份有限公司担保金额3,000万元，包含本次担保在内，已实际为其提供的担保余额为8,000万元。

【张家界】公司决定终止公开发行可转换公司债券事项，并向中国证券监督管理委员会申请撤回可转债的申请文件。

【三特索道】同意将湖北保康九路寨生态旅游区项目投资规模调增为17,000万元，本次追加投资规模5,490万元；拟将全资子公司崇阳旅业公司、崇阳隽水河公司所持部分资产，包括温泉小镇、溪上院等以22,753.84万元的价格转让给当代地产公司。

【云南旅游】公司持股5%以上股东杨清先生减持计划的减持数量已过半。减持前持有股份

63,588,118 股，占公司股份的 8.70%。本次减持后持有股份 45,347,884 股，占公司股份的 6.21%。

### 3.3. 出境游：中国公民出入境人数连续 15 年保持稳步增长

#### ➤ 行业资讯：

#### 中国公民出入境人数连续 15 年保持稳步增长

2018 年，中国公民出入境 5.6 亿人次，占出入境人员总量的 86.1%，同比增长 12%，连续 15 年保持增长态势。其中，内地居民出入境 3.4 亿人次（含内地边民 1133.7 万人次），香港、澳门、台湾居民来往内地（大陆）分别为 1.6 亿人次、5031.1 万人次、1225.4 万人次。（环球旅讯）

#### ➤ 公司重要事项：

【众信旅游】同意公司及控股子公司使用额度不超过人民币 3 亿元的自有资金进行现金管理，公司可以购买安全性高、流动性好的短期保本型产品，包括但不限于保本型理财产品、定期存款或结构性存款等

【凯撒旅游】全资子公司凯撒同盛与宁波天天商旅、华华贸集团、郑锡光、龙之冰共同签署《和解协议》，各方就凯撒同盛投资浙江天天商旅相关的合同纠纷达成和解。郑锡光承诺分五期向凯撒同盛支付上述股权回购款 56,578,500.00 元，凯撒同盛及关联方与协议签署各方不存在关联关系。

### 3.4. 其他旅游：研学游市场规模将超千亿

#### ➤ 行业资讯：

#### 研学游市场规模将超千亿，旅行社尚待发力

目前研学旅行火爆，但旅行社所占的市场份额仅 10%。虽有不少旅行社与学校展开研学旅行方面的合作，也难免有为学校“做嫁衣”之嫌。研学旅行属于教育旅游，核心是教育，而旅行社其实并未真正进入这一领域。（环球旅讯）

#### 新三板旅游企业融资现虹吸效应

新三板旅游企业融资虹吸效应明显。随着新三板的监管日益趋严，融资效率不及预期，再加上无切实利好政策等原因，新三板企业摘牌潮隐现。（环球旅讯）

#### ➤ 公司重要事项：

【国旅联合】1 月 7 日，当代旅游持有的公司 57,936,660 股股份被司法冻结。2019 年 1 月 10 日，当代旅游已办理完毕其所持有国旅联合 57,936,660 股股份解除司法冻结手续。

【新华联】新华联控股、新华联国际投资、新华联融资租赁拟向新华联文化旅游发展股份有限公司及控股子公司提供借款，预计 2019 年度借款本息总额不超过 50 亿元人民币，构成关联交易；自 2019 年 1 月 1 日起，新华联控股将继续为公司提供融资担保并收取担保费用，构成关联交易；副总裁白峰先生申请辞去公司副总裁职务，辞职后将不再担任公司任何职务。

### 3.5. 教育：高校压缩自主招生名额，提高选拔质量

#### ➤ 行业资讯：

#### 高校压缩自主招生名额，提高选拔质量

教育部办公厅下发 2019 年高校自主招生要求，高校在上一年录取人数基础上适度压缩自主招生名额，提高人才选拔质量；深圳市教育局表示：将在全市幼儿园推进安全监控系统的安装和升级，对标国家当前最高标准，做到“全覆盖、无死角”，重点区域监控还将与公安部门联网。（芥末堆）

#### 教育部与江苏省共建双一流高校

1 月 4 日，南京大学、东南大学分别与江苏省教育厅签署了一流大学建设高校服务区域发展项目任务书。江苏设立全国百强省属高校建设专项，对具备一定综合实力的省属高校进行综合奖补，推动加快发展步伐。（芥末堆）

#### 艺考报名平台“艺术升”APP 故障

全国多省艺术考生在通过艺术升 App 报名艺考时，由于系统奔溃造成大范围的拥堵。艺术升表示将永久下架“加急审核”业务，或执行无条件退款，以彻底切断负面猜测。（芥末堆）

#### 2018 年大学招生专项计划共录取逾 10 万寒门学子

2018 年针对农村和贫困地区的国家专项、地方专项和高校专项三个大学招生专项计划共录取学生 10.38 万人。三个专项计划是推动落实教育扶贫的倾斜政策。（芥末堆）

#### ➤ 公司重要事项：

【科大讯飞】副总裁段大为先生于 2019 年 1 月 7 日通过深港通账户增持公司股份 55,000 股，成交均价 27.49 元/股。本次增持后，段大为先生持有公司 55,000 股，其中 A 股账户持有 0 股，深港通账户持有 55,000 股。

【勤上股份】公司控股股东勤上进团及公司实际控制人李旭亮先生收到广东省肇庆市中级人民法院一审刑事判决书，判决勤上集团犯单位行贿罪，处罚金人民币 300 万元、判决李旭亮先生犯单位行贿罪，判处有期徒刑二年，缓刑四年。

【威创股份】公司控股股东威创投资质押所持有的本公司部分股份。质押后，威创投资持有公司股份 30,226.84 万股，占公司总股本的 33.20%，累计质押公司股份数量为 26,459 万股，占公司总股本的 29.06%。

【全通股份】控股股东陈炽昌先生质押股份 10,000,000 股。陈炽昌先生直接持有公司股份 152,344,903 股，占公司总股本的 24.07%，累计质押股份 151,299,600 股占其直接持有公



司股份的 99.31%，占公司总股本的 23.90%。

【盛通股份】持股 5%以上股东贾春琳先生解除质押 650,000 股，质押 20,000,000 股。截至公告披露日，贾春琳持有公司 41,672,924 股，占公司总股本的 12.84%，其所持有公司股份累计被质押 39,200,000 股，占总股本的 12.08%。

【拓维信息】公司董事、副总经理常征先生申请辞去公司董事、副总经理及董事会专门委员会相关职务。

### 3.6. 体育：中国女排代言德意电器

#### ➤ 行业资讯：

##### 中国女排代言德意电器

德意电器&中国女排代言签约仪式在杭州举行，德意电器正式成为“中国国家女子排球队官方指定供应商”，未来三年，中国女排成为德意电器的强排代言人。（体育大生意）

##### 北体大成北控足球队大股东

1 月 4 日北京控股足球俱乐部更名为北京北体大足球俱乐部，北京北体大体育培训中心有限公司入股俱乐部，北体大体育文化发展(北京)有限公司总经理孙哲东担任俱乐部法人代表。股权转让和更名还需经过中国足协的公示手续。（体育大生意）

##### 2018 年新浪体育赛事参与总人数超 13 万

2018 年参与新浪体育赛事的人数超过 13 万。2018 年是新浪体育 20 周，自 2015 年起，新浪体育成功转型为体育产业公司，至今打造了 9 项顶级自主赛事 IP。（体育大生意）

#### ➤ 公司重要事项：

【当代明诚】同意为控股子公司苏州双刃剑向苏宁银行申请流动资金贷款授信 10,000 万元提供 10,000 万元担保，期限 24 个月；同意为控股子公司香港双刃剑向汇丰银行借款 1,250 万港币提供担保，期限 12 个月。

【力盛赛车】拟公开发行可转换公司债券募集资金，本次公开发行可转债拟募集资金总额不超过 16,000.00 万元；拟使用发行可转换债券的募集资金、自有资金或合法筹集的资金回购公司股份，回购的股份将用于员工持股计划或股权激励等，回购资金总额不低于 0.56 亿元，不超过 1.12 亿元。

#### 4. 下周重要提示

表 7：下周个股重要提示（2019/01/14-2019/01/19）

板块	股票代码	股票简称	日期	类型
教育	002599.SZ	盛通股份	01/15	限售股份上市流通
免税	601888.SH	中国国旅	01/17	股东大会
餐饮	603043.SH	广州酒家	01/18	股东大会
演艺	000863.SZ	三湘印象	01/18	股东大会

资料来源：wind，安信证券研究中心

## 5. 本周观点：四季度板块有望保持成长，谨慎乐观下优选龙头标的

### 5.1. 科锐国际：布局个税改革新领域，“全薪全 E” 重磅推出有望打开新市场

**事件：**全国新个税法在 19 年 1 月 1 日起正式实施，新法案增加了六大专项抵扣等条例，相比旧个税法在报批上步骤更繁琐。为帮助企业更好得实现新旧税法的衔接，以及新税法下个税的顺畅扣缴，科锐国际近期重磅推出薪税智能中心——全薪全 E，正式进军薪税专业服务领域，通过一站式智能薪税解决方案，全面满足新税政策下的企业刚需。

**点评：**本次新推出的“全薪全 E”，为公司布局智能薪税领域，打造“技术平台+咨询顾问+培训指导+专业服务+呼叫中心”的闭环式智能服务中心重要一步。公司未来计划通过的薪税管理技术平台、资深薪税咨询师一对一、为企业 HR 及员工提供培训服务、以及为企业提供定制化薪税支持和“个税呼叫中心”，来大幅减轻企业 HR 的事务性工作，从而提高企业在新个税法下的管理效率。

**三套组合拳实现全市场覆盖，薪税领域有望成公司业务新增点。**在本次为企业推出的薪税解决方案中，公司打造了 3 套分别针对“有专业人员但无系统”、“有系统但无专业人员”、“无系统无专业人员”的企业定制服务，可实现对各类企业的全面覆盖，实现智能升级，潜在市场可期。

**公司核心逻辑：**国内灵活用工行业有望迎 5~10 年大发展，技术+外延推动下民营灵工龙头高增可期！①行业层面：国内目前灵工渗透率仅约 1-2%（不含劳务派遣），对比发达国家平均约 25%的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下，预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②公司层面：科锐为国内灵工的民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，灵工领先优势有望扩大，实现高于行业的业绩增速。猎头业务则在横向区域扩张、纵向细分领域拓展带动下，继续实现逆势成长。③对标海外：人服企业在技术+并购驱动下，国外成熟市场中灵工龙头的市占率往往能达到 6%~9%，而国内目前市场分散，公司作为龙头之一，在国内市占率约 2%，且灵工顾问人数仅日本 Recruit 的 0.45%，未来成长提升空间巨大，继续推荐！

**风险提示：**人力资源行业竞争加剧，人力资源成本上升，宏观经济波动等。

### 5.2. 三特索道：剥离投资大且回收期长的崇阳项目，轻装上阵更进一步！

**事件：**公司拟将两家崇阳项目公司的所持部分资产，以 22,753.84 万元的价格转让给控股股东的子公司武汉当代地产开发有限公司。本次打包转让的资产账面价值 2.11 亿元（第三方评估价格 2.28 亿元），其中包括了 1.50 亿元尚未偿还的银行抵押贷款。

**点评：**本次资产交易的定价采用第三方评估价格，价格公允，预计不会对公司 19 年及未来的经营层面产生影响。本次交易核心体现了公司“有所为有所不为”的经营战略，通过对存量仍需投入较多且投资回收期较长的项目进行剥离，有利于未来更好的提高运营效率，提高公司效益。

亏损项目剥离持续，存量项目快速增长，公司主业成长可期。①公司在 18Q3 期间同意将木兰生态置业的 70% 股权、南漳三特旅游地产开发有限公司的 100% 股权转让，并对部分没有开展实际经营和盈利能力较差的子公司、管理平台实施关停从而减少亏损，在三季度期间已累计注销子公司 4 家，正在注销子公司 5 家。本次再次剥离崇阳项目，充分体现公司对亏损及效益较低的子公司剥离决心；②受益梵净山的 18 年申遗成功及铜仁高铁开通，梵净山项目业绩有望继续增长；华山索道则因当地部分索道关停时间增多，短期预计客流仍有望同比提升；海南索道和猴岛项目未来在海南旅游的红利下，客流预计仍有望稳步提升，整体存量项目持续增长可期。③公司打造山水田园式休闲度假 IP “田野牧歌” 品牌，不断培育、储备项目资源，目前运营、在建、拟建项目共计 30 余个，有望成为中长期业绩新增点。

**风险提示：**项目开发进度延期，自然天气影响，索道和景区项目客流不及预期等。

### 5.3. 人民币汇率升破 6.8，利好免税、出境游板块

2018 年 11 月以来，人民币呈持续走强趋势；2019 年 1 月 9 日到 11 日，人民币升值幅度变大，1 月 10 日，美元兑人民币中间价报 6.8160，较上一交易日中间价大幅上涨 366 点，1 月 11 日，人民币中间价再次大幅上涨 251 点，升破 6.8 大关，报 6.7909。

**利好免税板块：**汇率波动对中国国旅利润表影响主要分为两个部分，①以人民币计价的采购成本波动，影响存货价值，传导到毛利率；②由于应付账款账期导致产生汇兑损益（详见《中国国旅汇兑损益如何分析？简析汇率波动对中国国旅利润表的影响》<https://mp.weixin.qq.com/s/n3qNcJg99a4r8Ty2hrGesg>）。人民币升值有望缓解此前贬值趋势下毛利率压力，降低汇兑损失，利好中国国旅。

**利好出境游板块：**出境游人次增速与人民币汇率呈现一定的相关性。2018 年下半年以来，伴随人民币贬值、部分目的地事件性因素影响（泰国沉船事件），出境游增速呈现放缓趋势。人民币大幅回升有望提振出境游需求，利好众信旅游、凯撒旅游。

**风险提示：**人民币大幅贬值，宏观经济增速持续下滑，出现外交、疾病、战争等事件性影响因素

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034