

证券研究报告

2019.01.14

【天风商社】旅游行业2019年度策略

——乍暖还寒，拥抱细分龙头

分析师 刘章明 SAC执业证书编号：S1110516060001

风险提示：极端天气影响，宏观经济环境增速放缓，业务推进不及预期



行业评级：强于大市

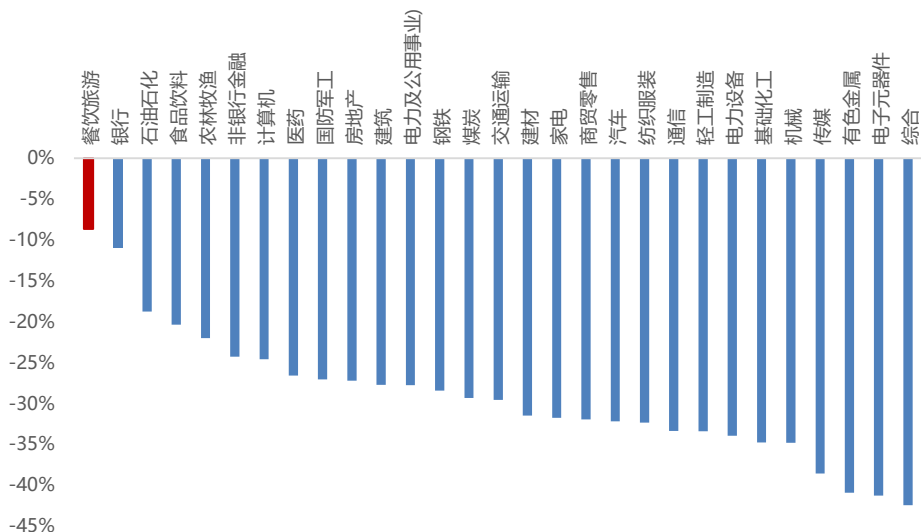
行业估值低于历史均值，相对各板块跌幅较少

18年餐饮旅游板块股价受整体宏观经济环境及市场风格影响，整体趋势下降。

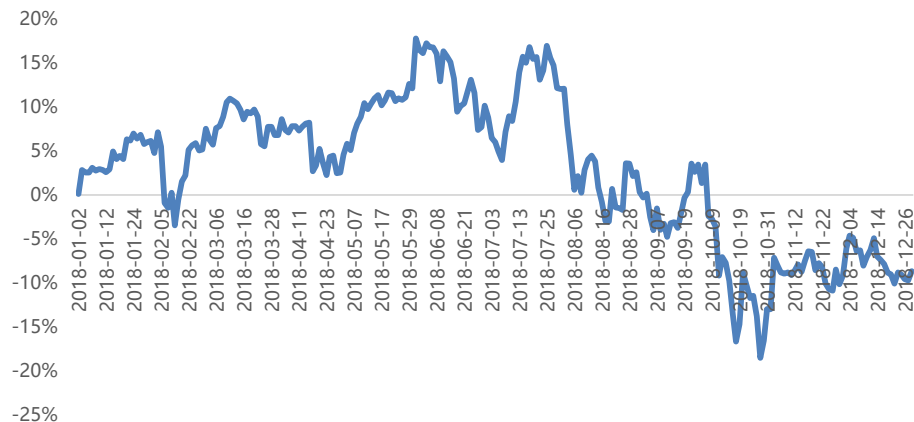
截止2018年12月28日，按照中信餐饮旅游一级指数，行业PE27.1倍，受到景区调价、经济环境下行等因素影响，板块估值持续回落，低于历史均值。

从板块涨跌幅对比来看，餐饮旅游行业受益于行业权重股（中国国旅，+39.82%）带动，涨跌幅较各行业排名较前。

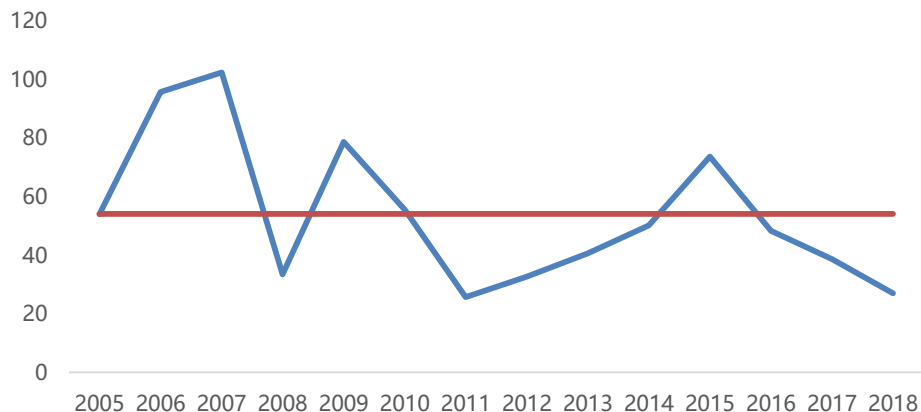
2018年至今餐饮旅游板块跌幅较小



2018年至今餐饮旅游板块股价整体趋势下降



餐饮旅游板块PE进一步回落，低于历史均值

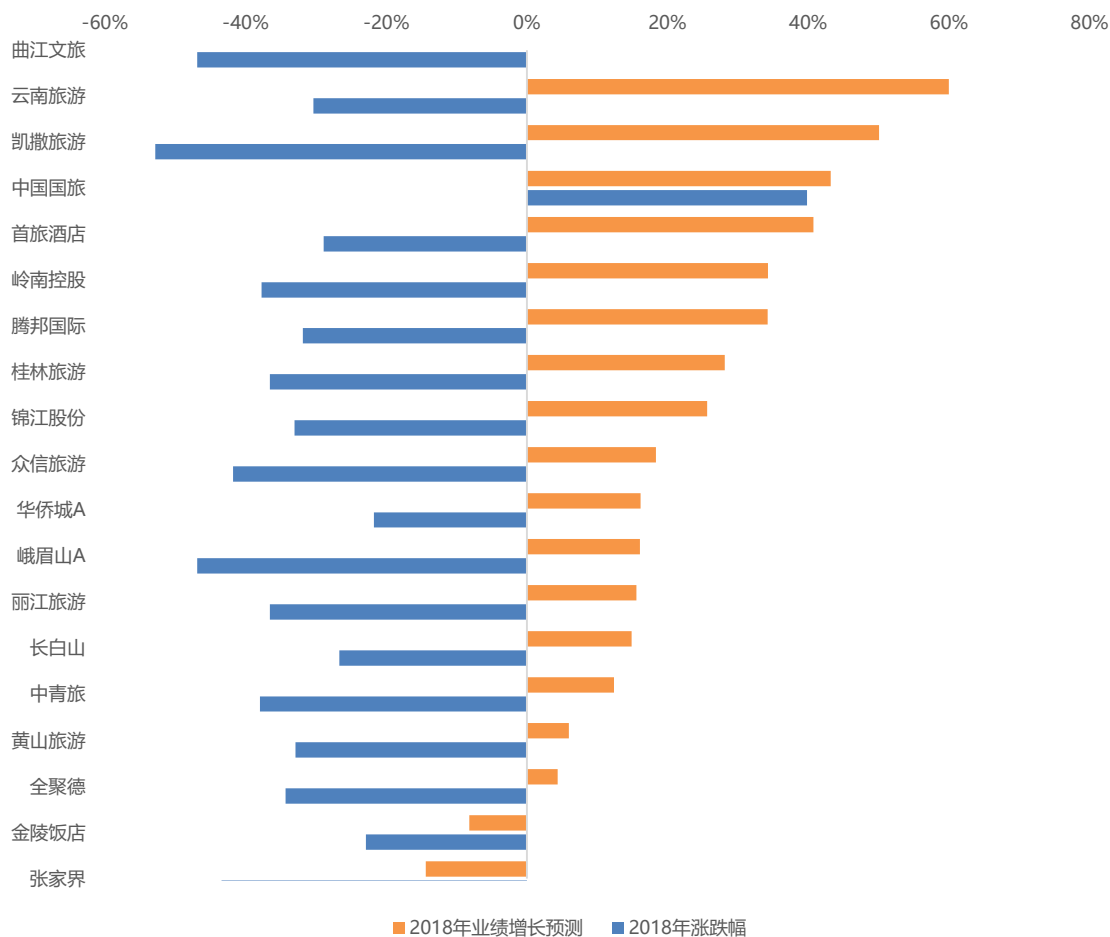


依照各公司2018年WIND业绩预测增长率，其中曲江文旅、云南旅游等表现抢眼，增长幅度达50%以上。

从2018涨跌幅情况来看，受经济环境影响，板块内公司股票普遍受挫，龙头跌幅相对可控。

免税行业一直独秀，龙头中国国旅凭借行业高市占率、业绩高增长性等因素表现抢眼，大盘整体走低情况下仍保持股价坚挺，2018年涨幅超30%。

各公司2018年业绩预测增长率及涨跌幅情况



展望19年，旅游板块主要从以下主线精选投资标的：



顺势而上，有排他性核心竞争优势的龙头资产标的。

重点关注：中国国旅（免税垄断性龙头+国内消费回流+国家免税行业发展空间）；



具有独特商业模式、尚处快速发展期的新兴服务业公司。

重点关注：科锐国际（行业空间广阔、内生外延双轮驱动）、金陵体育



行业平稳发展，受益规模提升带来的集中度上涨企业标的。

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



估值相对历史低位、受益于政策利好的资源整合标的。

重点关注：中青旅（实际控制人变更、古北水镇变更事宜）

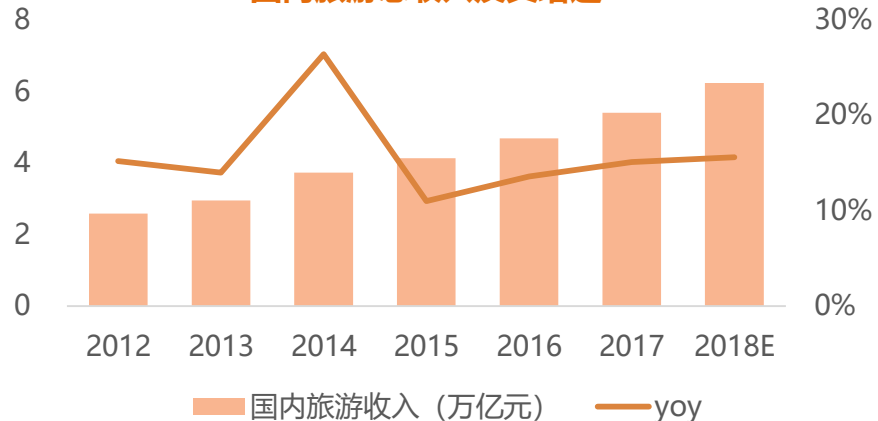
重点公司估值表

子行业	代码	简称	收盘价 2018-12-28	股本 亿股	市值 亿元	净利润				PE			
						2017	18E	19E	20E	2017	18E	19E	20E
景区	600749.SH	西藏旅游	9.38	2.27	21	(0.8)	0.1	0.1	0.1	(27)	359	321	291
	002033.SZ	丽江旅游	5.67	5.49	31	2.0	2.2	2.3	2.5	15	14	13	12
	000430.SZ	张家界	4.84	4.05	20	0.7	0.5	0.6	0.7	30	38	31	27
	600054.SH	黄山旅游	9.38	7.47	71	4.1	4.4	5.1	5.9	16	15	13	11
	000888.SZ	峨眉山A	5.66	5.27	30	2.0	2.1	2.3	2.5	15	14	13	12
	600138.SH	中青旅	12.89	7.24	91	5.7	6.9	8.1	9.7	17	14	12	10
	002059.SZ	云南旅游	5.17	7.31	38	0.7	1.1	1.3	1.5	52	36	29	26
	603099.SH	长白山	8.77	2.67	23	0.7	0.6	0.7	0.8	33	36	32	28
	000978.SZ	桂林旅游	5.23	3.60	19	0.5	0.8	1.1	1.4	36	24	18	13
	600706.SH	曲江文旅	10.17	1.80	18	0.6	0.8	0.9	1.1	29	24	20	17
	600593.SH	大连圣亚	26.49	1.29	33	0.6	0.7	0.8	1.0	61	50	41	34
	000610.SZ	华侨城A	6.35	82.04	491	86.4	107.3	131.2	157.4	6	5	4	3
景区平均估值 (已剔除极值)													
免税	601888.SH	中国国旅	60.20	19.52	1113	25.3	36.9	46.9	57.6	46	32	25	20
	600754.SH	锦江股份	21.30	9.58	181	8.8	11.4	14.3	17.7	23	18	14	12
酒店	600258.SH	首旅酒店	15.96	9.79	146	6.3	8.4	10.3	12.4	27	20	17	14
	000524.SZ	岭南控股	6.90	6.70	45	1.8	2.1	2.5	2.9	26	21	18	16
酒店平均估值													
出境游	000796.SZ	凯撒旅游	6.64	8.03	53	2.2	3.8	4.8	5.7	24	14	11	9
	300178.SZ	腾邦国际	9.04	6.17	53	2.8	3.9	5.1	6.3	19	13	10	8
	002707.SZ	众信旅游	6.32	8.52	52	2.3	3.2	4.1	5.0	22	16	13	10
出境游平均估值													
餐饮	002186.SZ	全聚德	11.38	3.08	35	1.4	1.5	1.7	1.7	26	23	21	20
	6862.HK	海底捞	17.18	53.00	766	11.9	15.9	21.4	28.9	67	48	36	27
	300526.SZ	中潜股份	11.21	1.71	19	0.4	0.5	0.6	0.7	44	40	33	27
新兴服务业	300662.SZ	科锐国际	26.60	1.80	46	0.7	1.2	1.6	2.6	68	43	31	20
	002858.SZ	力盛赛车	13.75	1.26	17	0.4	0.5	0.7	0.9	42	32	25	20

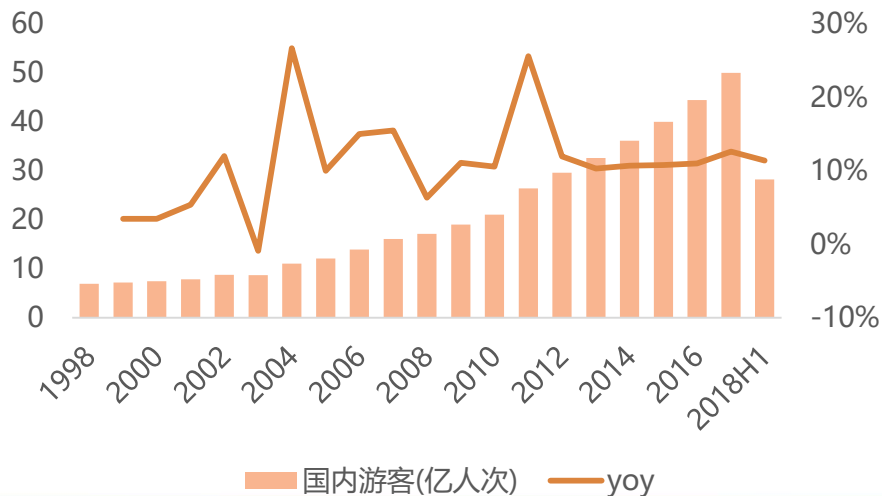
国内游增速趋缓，行业规模稳步提升

预计18年国内游增速约11%。近五年国内游整体步入平稳增长期，2017年客流增速12.6%，2018H1增速11.4%，随着整体宏观环境变化，预计2018年整体客流增速约11%。

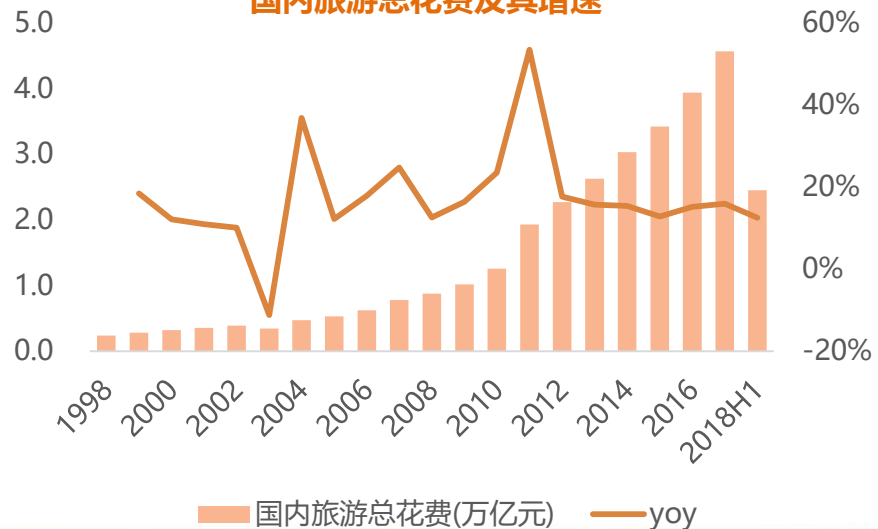
国内旅游总收入及其增速



国内游客人数及其增速



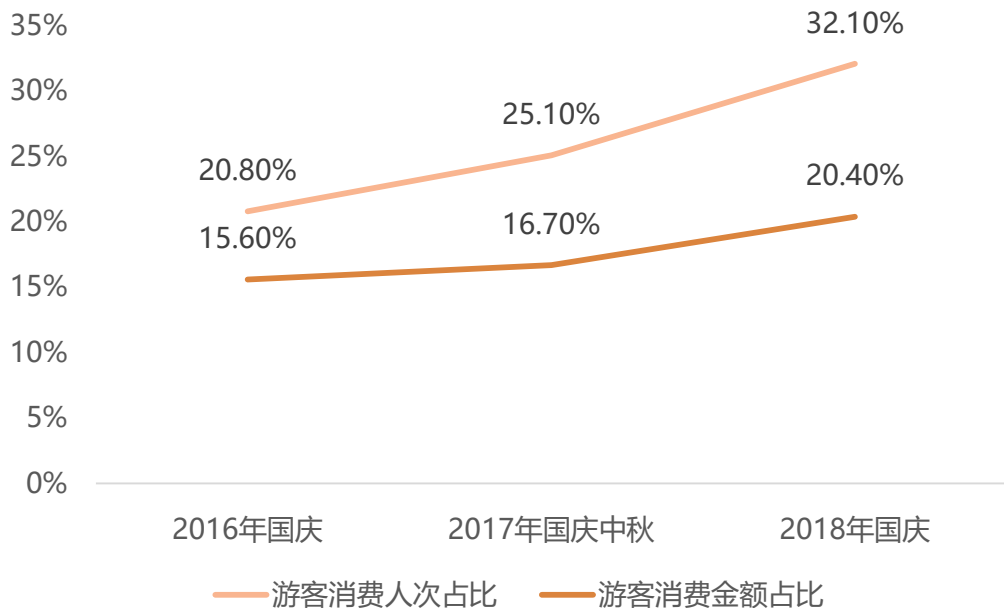
国内旅游总花费及其增速



“旅游+”效能逐步凸显，品质追求提升带动观光游向休闲度假游转变

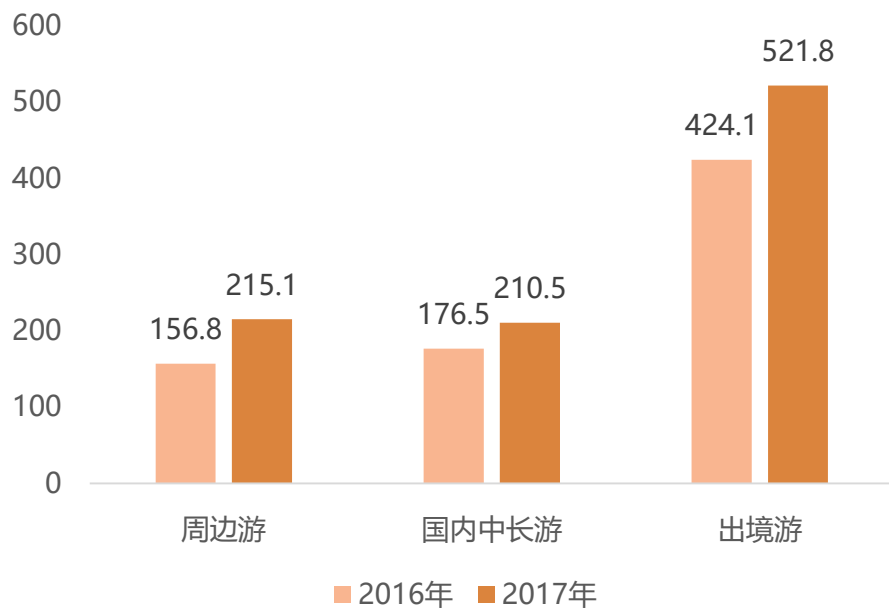
全域旅游活力释放，“旅游+”效能逐步凸显。根据《2018国庆旅游消费大数据报告》，2018年国庆期间游客对商圈消费金额及消费人次的贡献均达20%以上，景点+旅游消费综合体、景点+特色街区等重点商圈，促进国庆假期消费火爆。随着全域旅游不断推动，旅游与其他相关产业深度融合、相融相盛，形成新的生产力和竞争力。

国庆期间重点商圈旅游消费贡献变化趋势



游客对品质追求提升带动观光游向休闲度假游转变，定制游、深度游热度不断提高。根据易观《中国在线度假旅游市场专题分析2018》分析，2017年周边游占据中国在线度假旅游各线市场的22.7%；受小长假导流、自驾及亲子需求旺盛影响，增速最为明显，高达37.2%，度假内容也从“景+酒”等开始转移到目的地休闲娱乐化趋势。

中国在线度假旅游各线市场规模（亿元）

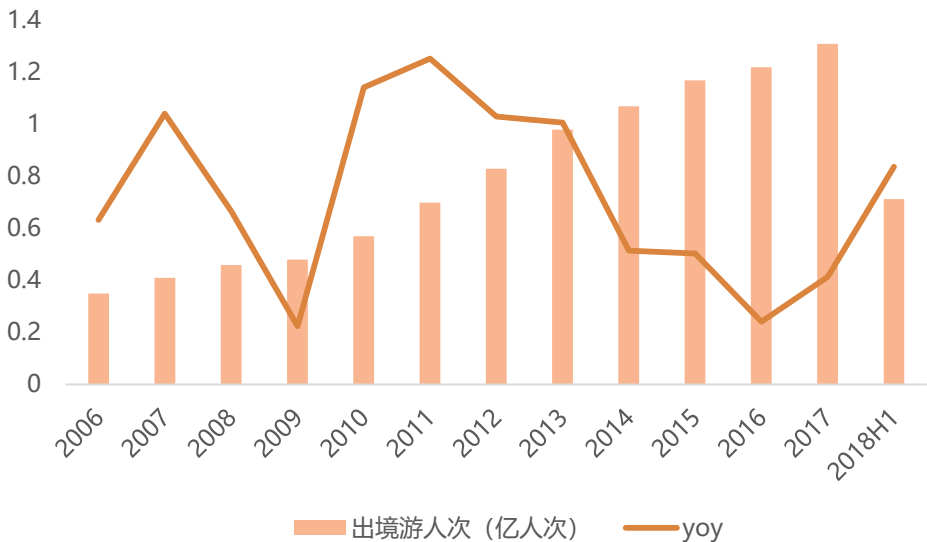


出境游回归理性，行业略有承压

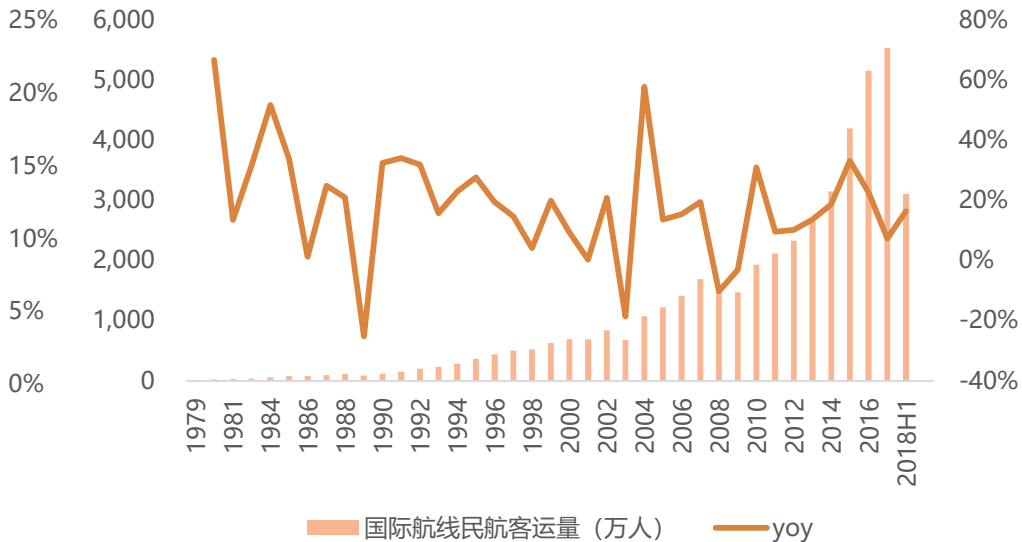
2018年上半年出境游人次同比上涨14.96%，增速处回暖态势。受制于指纹签、暴恐、地缘政治等影响，2016年出境游人数增速仅达4.3%，随着签证政策放宽、签证中心供给增加等因素，行业逐步呈回暖态势。

经济环境下行、泰国沉船突发事件等因素近期行业承压。受制于经济环境下行、泰国乘船等突发事件、暑假来临时间推迟等因素影响，18Q3整体出境游市场承压，长线游趋于稳定，短线游亚洲仍是首选，韩国在低基数下回暖，港澳台增速趋缓，日本、越南依旧为高关注度目的地，受益世界杯高景气度俄罗斯出游今年整体表现稳健，受制于意外突发事件海岛游短期承压。

2018年出境游人次增速回暖



民航国际航线客运量增速年均约10%



中国消费者是全球最大的奢侈品消费群体，奢侈品购买力强劲增长。但由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，导致消费外流现象严重。近年，国家出台大批政策引导海外消费回流，国内免税行业迎来关键机遇期。

目前，我国有 5 家获准在口岸和市内经营免税品业务的企业，中免是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。2017年4月，中免完成对日上中国51%股权收购，今年10月旅游集团受让海免51%股权，免税巨头强强联合，中免维持其行业龙头地位。

时间	相关部门	具体内容
2016年2月	财政部等五部委	联合发布关于口岸进境免税店政策的公告，决定增设19个口岸进境免税店，同时将免税额从5000元增至8000元
2016年3月	中国海关	4月8日起，海关将实施关税新政，对跨境消费限制、跨境电子商务等将实行最严征税。跨境电子商务零售进口商品单次交易限制为2000元人民币，个人年度交易限制为20000元人民币
2016年3月	十三五规划	十三五规划提出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用。积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心
2017年1月	财政部	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围
2018年11月	财政部、海关总署、税务总局	每人每年累计免税购物限额增加到30000元，不限次；增加部分家用医疗器械商品，每人每次限购2件

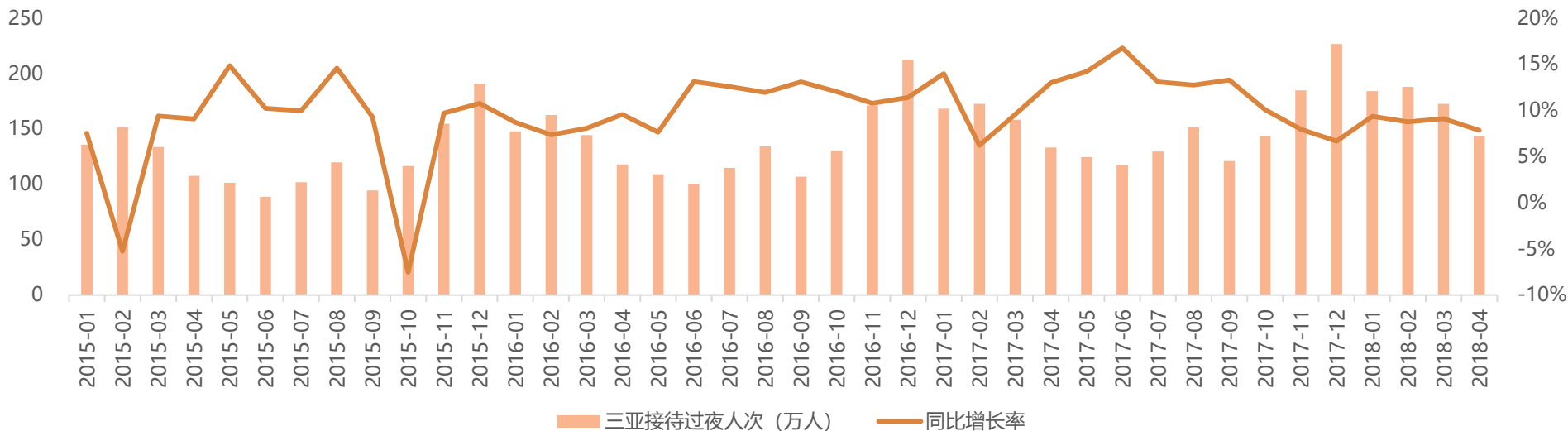
名称	种类	经营范围
中免集团	全国性运营商	在全国30个省、市、自治区（包括港澳台地区）设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型200多家免税店；同时具有海南离岛免税经营资格
日上免税行	已被中免收购	北京首都国际机场（T3）、上海浦东国际机场（T1、T2）和上海虹桥国际机场（T1）出入境免税店
深免集团	区域性运营商	深圳主要口岸
珠免集团	区域性运营商	珠海主要口岸
海免集团	海南离岛免税运营商（拟置入中免集团体内）	海南美兰国际机场离岛免税店

离岛免税业务收益三亚旅游市场繁荣。2018年以来，三亚旅游人数维持高景气度，接待过夜旅游人次同比增加，带来离岛免税购物人次的增加，带动免税销售额增长。

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

离岛市内免税店再迎利好，2018年11月28日，财政部、海关总署、税务总局共同发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，将海南离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到30000元，不限次，自2018年12月1日起执行。除此之外，《公告》扩大了离岛免税商品清单范围，增加了部分家用医疗器械商品。**同时海南还将新增两家免税店，分别位于海口市和琼海市。**

三亚旅游市场维持高景气度



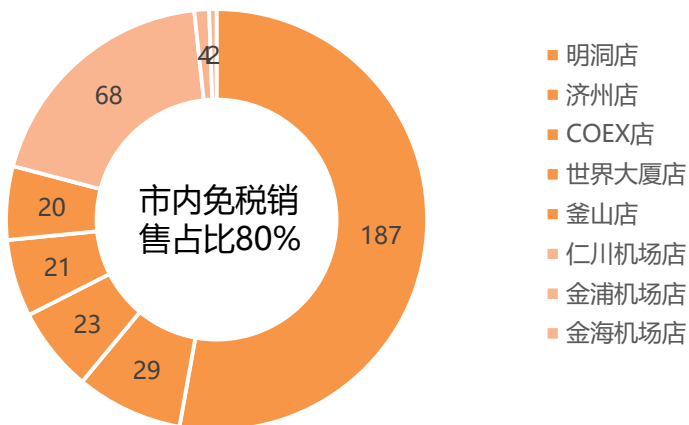
海南离岛免税政策调整一览

公告日期	2011.3.24	2012.10.24	2015.2.7	2016.1.29	2017.1.12	2018.11.28
实施日期	2011.4.20	2012.11.1	2015.3.20	2016.2.1	2017.1.15	2018.12.1
适用对象	年满18周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	扩大至年满16岁				
购物次数	非岛内居民每人每年2次，岛内居民每人每年1次			对非岛内居民旅客取消购物次数限制		岛内居民不限次数
购买品类	18个品类	增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）3类免税商品品种。合计品种扩大至21种	将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等17种消费品纳入，合计品种扩大至38种			增加部分家用医疗器械商品，每人每次限购2件
购买件数	6件：首饰、工艺品、手表、香水、眼镜（含太阳镜）、丝巾、领带、毛织品、棉织品、鞋帽、皮带、箱包、小皮件、美容及保健器材、餐具及厨房用品；4件：首饰、香水、笔、服装服饰、体育用品、玩具（含童车）；8件：化妆品、糖果。	4件：工艺品、手表、眼镜（含太阳镜）、丝巾、领带、毛织品、棉织品、鞋帽、皮带、箱包、小皮件、美容及保健器材、餐具及厨房用品；5件：首饰、香水、笔、服装服饰、体育用品、玩具（含童车）；8件：化妆品、糖果。	2台：家用空气净化器；4件：工艺品、眼镜（含太阳镜）、丝巾、领带、毛织品、棉织品、鞋帽、皮带、箱包、美容及保健器材、餐具及厨房用品、婴儿配方奶粉、陶瓷制品、玻璃制品、转换插头、钟、表带表链、眼镜片框、一二类家用医疗器械；6件：首饰、手表、笔、服装服饰、小皮件、体育用品、玩具（含童车）、咖啡、参制品、谷物食品、橄榄油；8件：香水、保健食品、蜂王浆制剂、尿不湿、家用小五金；12件：化妆品、糖果。			
购物金额	每人每次购物单价5000元以内（含），每人每次累计购买金额不得超过5000元；	每人每次购物单价8000元以内（含），每人每次累计购买金额不得超过8000元。		每人每年累计免税购物限额不超过16000元		每人每年累计免税购物限额增加到30000元
购买渠道				同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围	

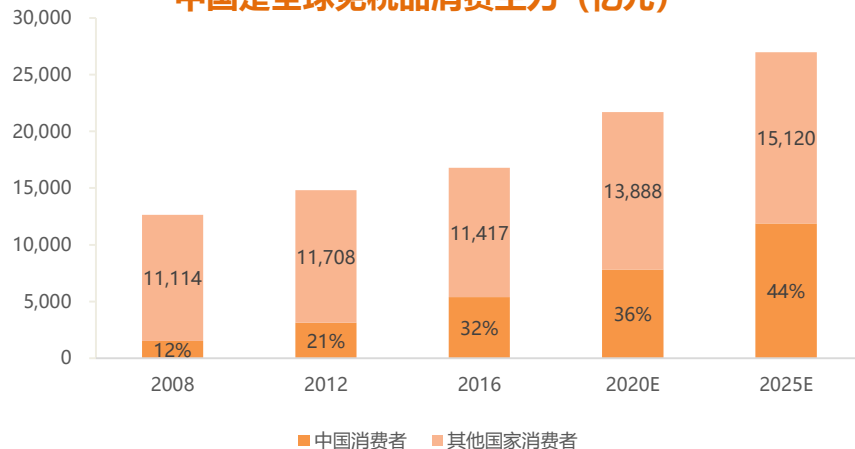
国家政策引导海外消费回流对行业长期利好。我国消费者免税品购买力强劲，是全球免税品消费主力。国家政策引导海外消费回流将带来销售额快速增长。

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

乐天占据韩国免税业四成市场份额，市内免税贡献80% (亿元)

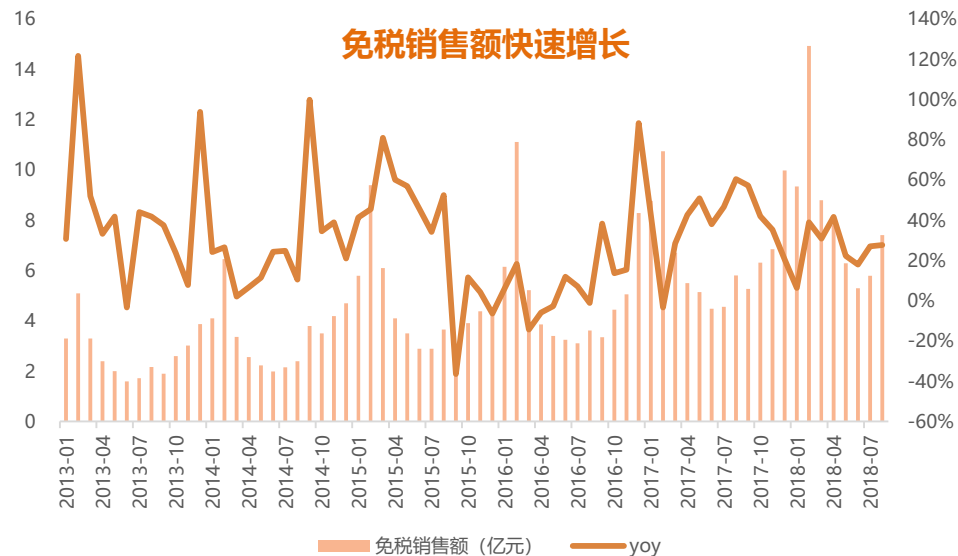


中国是全球免税品消费主力 (亿元)



■ 中国消费者 ■ 其他国家消费者

免税销售额快速增长



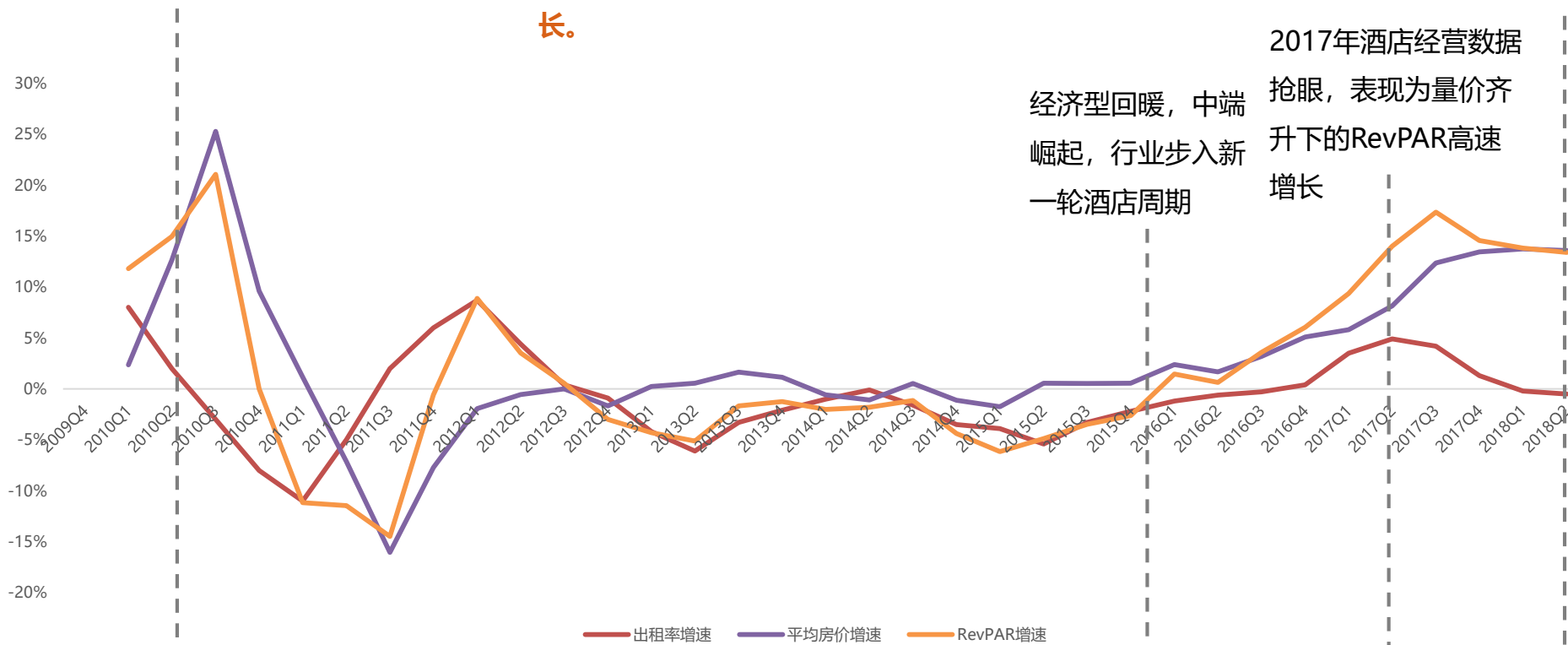


以华住经营数据为代表，2018年提价主旋律依旧，2018年在短期宏观环境扰动下，整体行业表现回落，预计2019年行业平稳趋势依旧，三大龙头凭借自身规模扩张维持稳步增长。



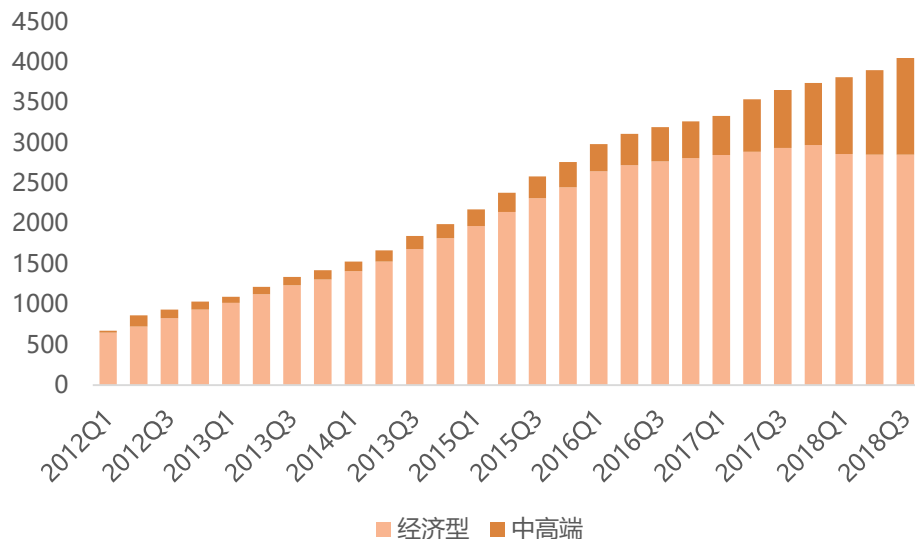
2018Q4或将保持平稳状态，2019年短期受经济环境扰动，龙头凭借自身规模扩张稳步增长

受益世博会，2010年RevPAR呈良好增速

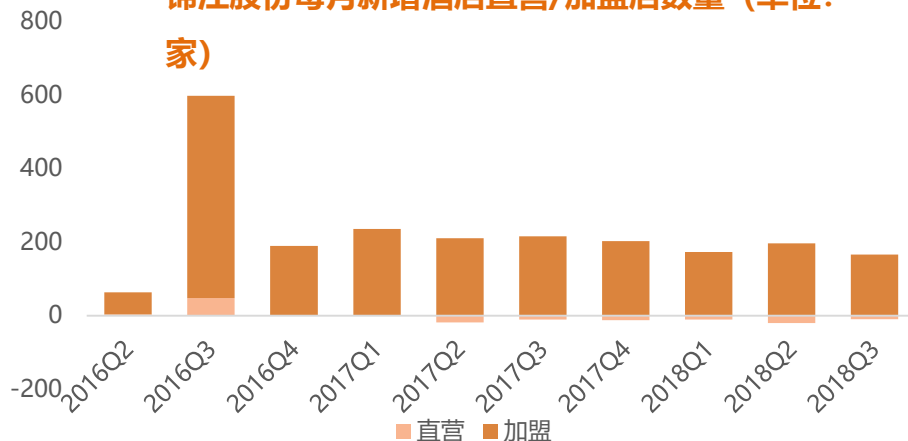


各大酒店龙头通过加盟模式快速扩张，中端酒店依旧为新增发力重点，以华住经营数据为例，2013-2015年公司新增酒店主要以经济型为主，自2016年起，中高端酒店增量逐步增长，2018年上半年，华住新增酒店均为中高端酒店，中端崛起趋势凸显，2019年，各大酒店龙头酒店规模将持续扩张，以加盟店、中端酒店为主旋律，带动公司营收业绩稳步增长。

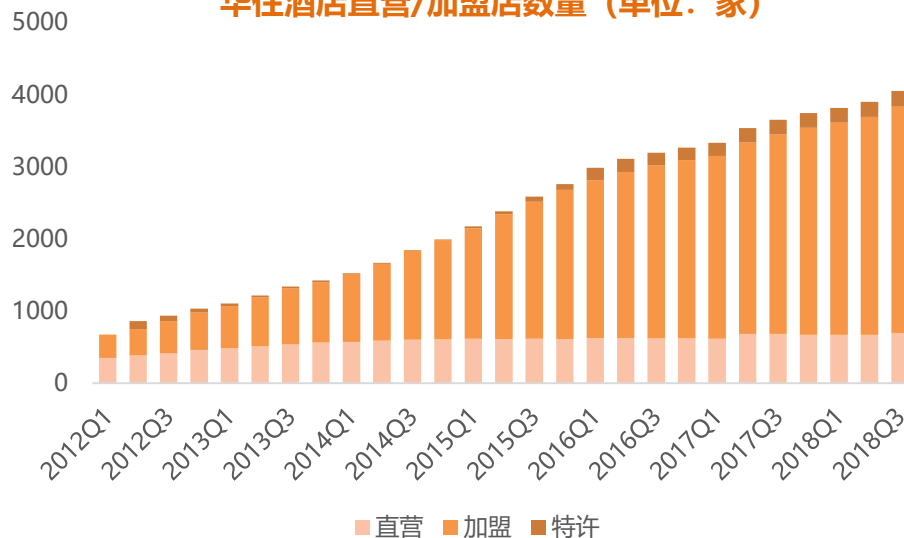
华住酒店经济型/中高端数量 (单位：家)



锦江股份每月新增酒店直营/加盟店数量 (单位：家)



华住酒店直营/加盟店数量 (单位：家)



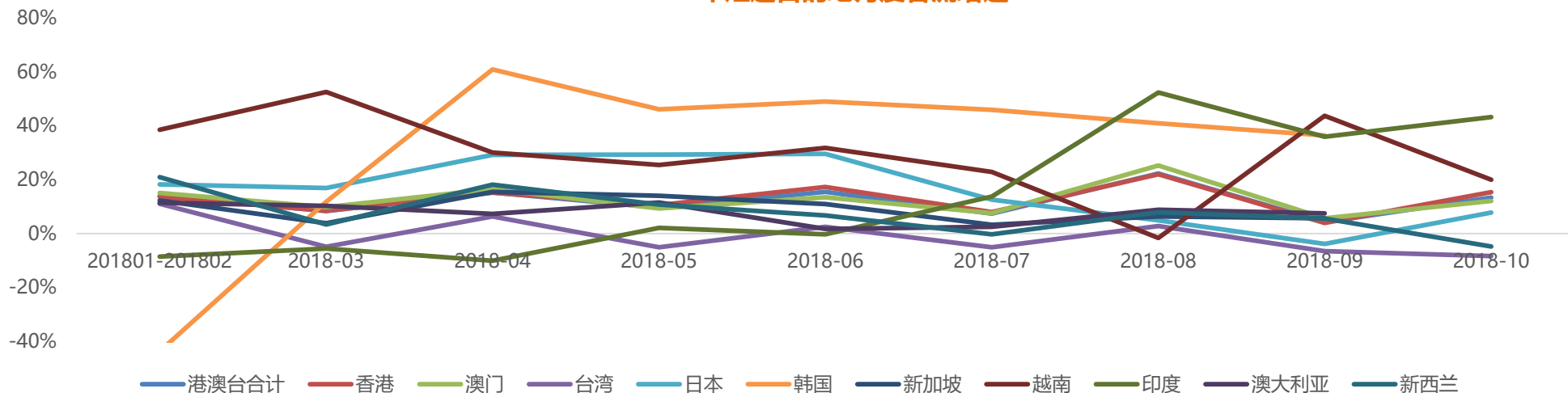
短途目的地仍是热门。 国庆黄金周数据看来，受到泰国沉船事件影响，泰国出境游热度下降，日本成为热门榜首。萨德事件降温后韩国游增速逐步回暖。

叠加签证便利度提升、航班扩充等多重利好，部分热门目的地月度增速达到两位数。 2018年中国护照的含金量大幅提升，今年国庆期间，可凭中国普通护照办理免签、落地签国家和地区达73个，相比去年国庆的65个增加了8个，增幅达12%。

2018国庆热门出境旅游目的地

热度排名	2017年	2018年
1	泰国	日本
2	日本	泰国
3	香港	香港
4	澳门	韩国
5	台湾	台湾

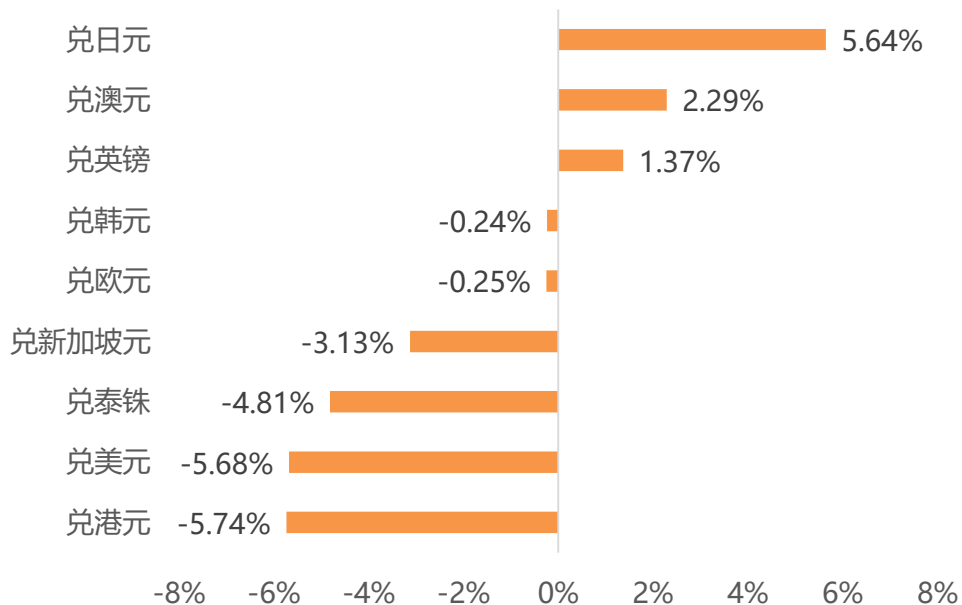
2018年短途目的地月度客流增速



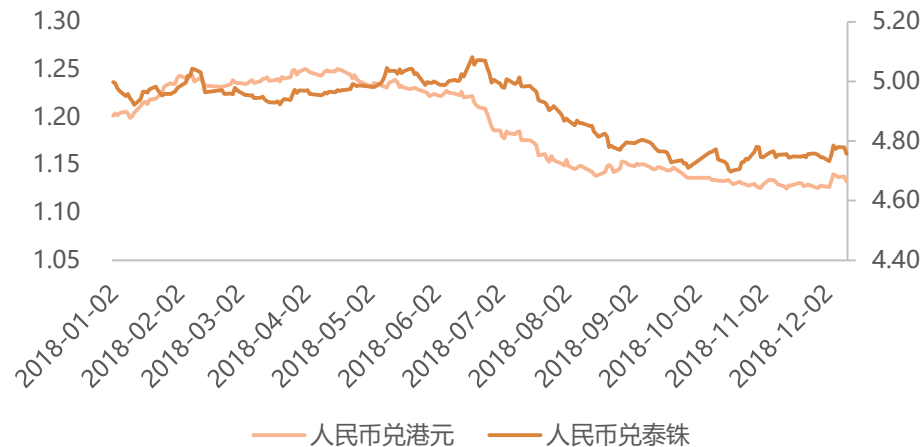
从出行方式来看，随着居民消费水平提高，从近年小长假趋势来看，自由行持续兴起，私家团、当地向导、私人定制为主的新兴旅游方式走红。

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

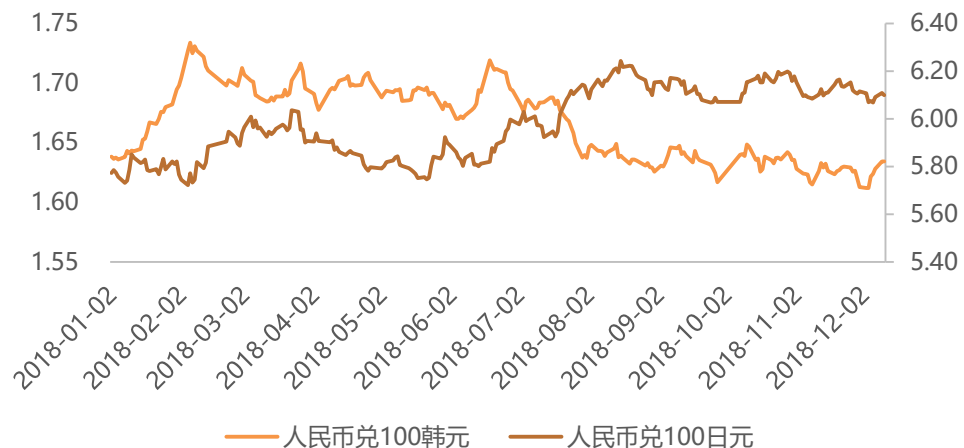
2018年人民币兑外币汇率年初至今涨跌幅



2018年人民币兑港元、泰铢汇率



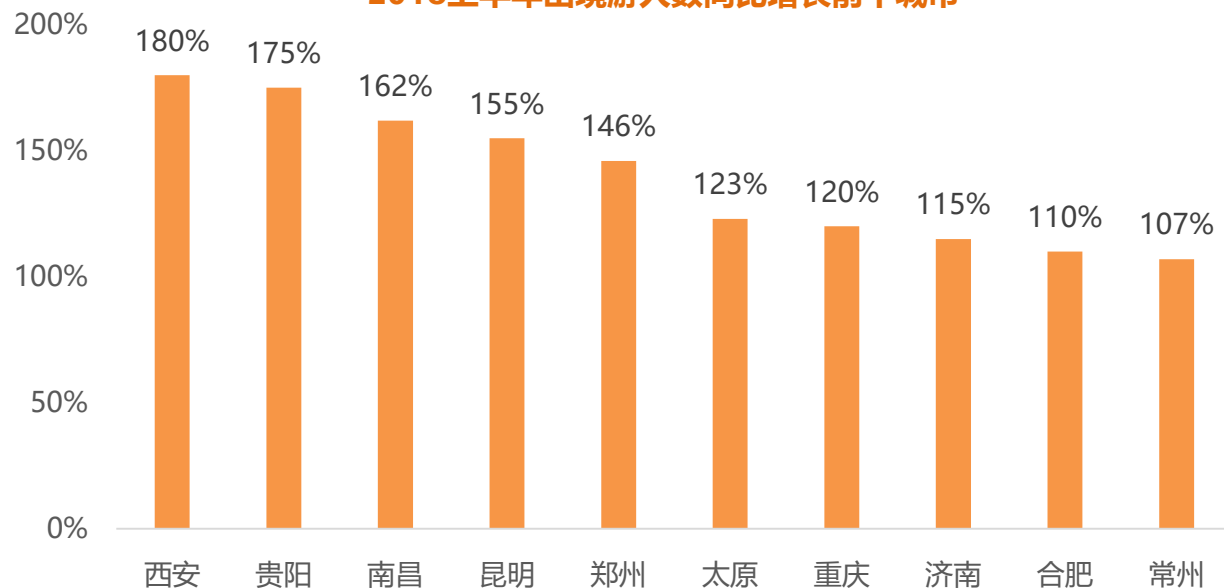
2018年人民币兑韩元、日元汇率



上海、北京、广州贡献最大出境客源。与去年同期相比，四个一线城市中，只有深圳出现下滑，北上广仍是中国三大出境口岸。

“新一线”城市为出境旅游市场贡献了最大的新客群。上半年出境游人数同比增长最多的前十个出发城市分别是西安、贵阳、南昌、昆明、郑州、太原、重庆、济南、合肥、常州。具体数据显示，西安出境游人数上半年同比增长180%；贵阳、南昌、昆明出境游人数增长也超过150%，前十城市同比增速均在100%以上。

2018上半年出境游人数同比增长前十城市



2018上半年中国出境游出发城市TOP15

排名	城市
1	上海
2	北京
3	广州
4	成都
5	重庆
6	深圳
7	南京
8	武汉
9	西安
10	杭州
11	昆明
12	天津
13	长沙
14	郑州
15	南昌

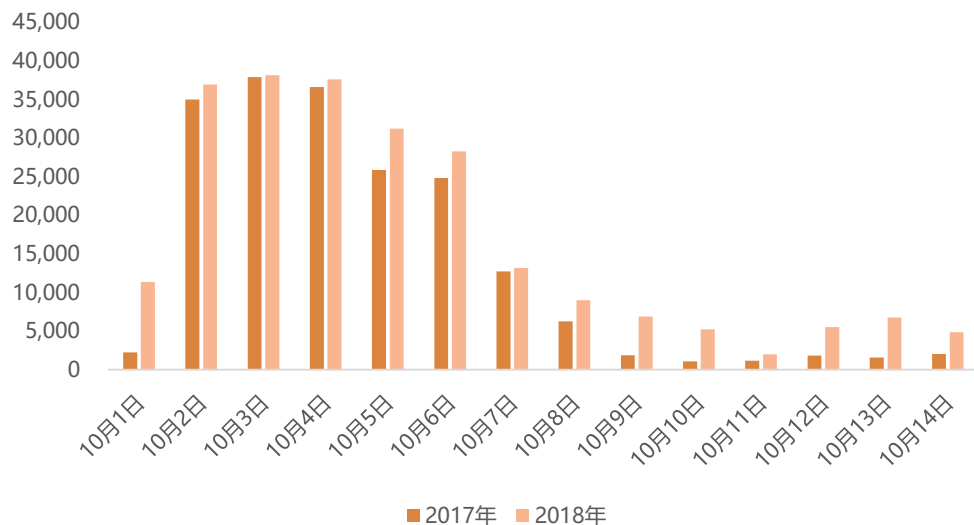
交通改善带动景区客流增长预期。高铁贯通使得景区通达性显著提升，高铁游极大地缩短了游客出行时间，同时降低出行成本，使得游客出行选择面更加丰富，对出游频次形成有效地拉动作用。

为鼓励错峰出游，国务院办公厅印发《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，制定带薪休假制度实施细则或实施计划，鼓励错峰休假，要求在稳定全国统一的既有节假日前提下，各单位和企业可根据自身实际情况，将带薪休假与本地传统节日、地方特色活动相结合，安排错峰休假。带薪休假政策引导错峰出游，释放景区闲置产能，带来新增长点。

高铁贯通后景区通达性大幅改善

核心景区	高铁详情	开通时间
峨眉山	成绵乐，成都-峨眉山1.5小时 重庆-峨眉山3小时	2014年底 2018年5月
黄山	京福高铁，北京-黄山6小时 黄杭高铁，上海-黄山2.5小时	2015年 2018年底
张家界	黔张常铁路，长沙-2小时	2020年建成
桂林	贵广高铁，桂林-广州2小时 呼南高铁，桂林-内蒙11小时	2014年底 2018年启动
丽江	沪昆高铁，上海-昆明9小时 大丽铁路，昆明-丽江3小时	2016年底 2018年底
长白山	敦白高铁，沈阳-长白山3小时	预计2019年

长白山国庆期间旅游人数（人）



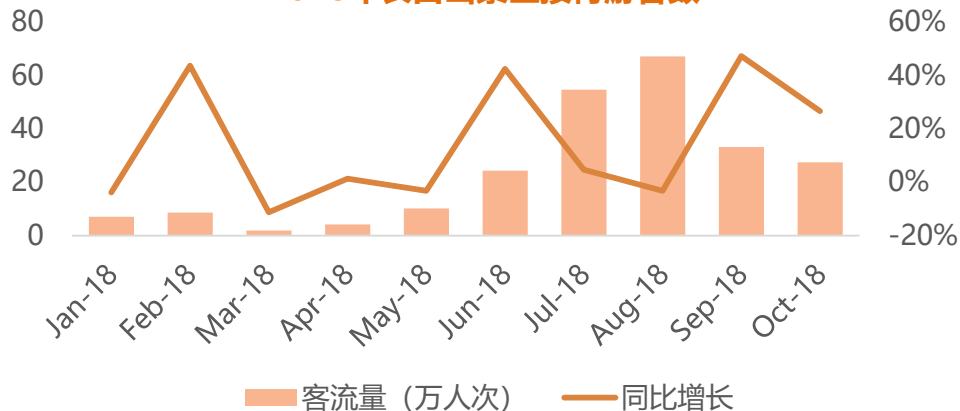
观光转休闲模式冲击，传统景点客流增长压力颇大

观光转休闲模式转型，传统景点客流压力增加。2018年上半年，峨眉山游山人数稳步增加 (+7.07%)，桂林市接待游客数增幅相较于2017年放缓 (+18.69%)；我们选取重点景区标的，近几年客流增速持续下滑。

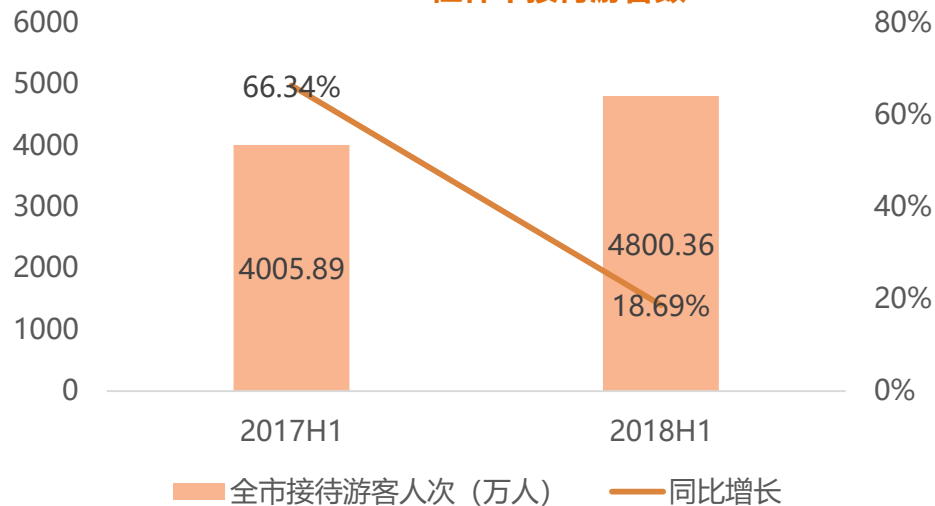


注1、挑选重点标的黄山旅游、丽江旅游、桂林旅游、峨眉山；2、丽江旅游运用整体索道接待合计客流；

2018年长白山景区接待游客数



2018H1桂林市接待游客数



门票下调景区板块短期增长乏力。截至9月28日，全国各地已出台实施或发文向社会公布了981个国有景区免费开放或降价措施（免费开放74个，降价907个），其中5A级景区159个，4A级景区534个。降价的907个景区中，降幅超过20%的491个，降幅超过30%的214个。

2018年张家界、桂林旅游、中青旅、峨眉山A、黄山旅游、丽江旅游、长白山均发布门票降价公告。

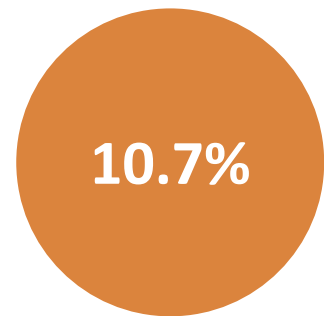
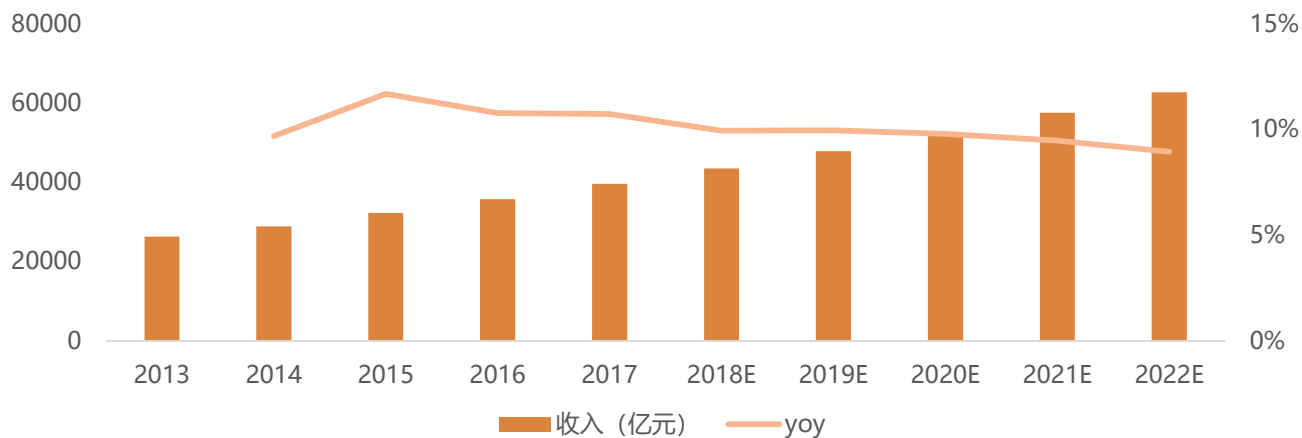
公司	价格变动情况	公告日期
张家界	旺季从245元/人降至225元/人，淡季从123元/人降至115元/人	2018/3/5
桂林旅游	漓江三星游船从270元/人降至215元/人，四星游船从450元/人降至360元/人	2018/8/13
中青旅	乌镇东栅景区门票价格从120元/人调整为110元/人 东西栅景区联票价格从200元/人调整为190元/人 古北水镇门票价格从150元/人调整为140元/人	2018/8/21
峨眉山A	旺季门票价格从185元/人降为160元/人，淡季门票价格维持110元/人	2018/9/4
黄山旅游	黄山风景区旺季门票价格由230元/人降为190元/人	2018/9/19
丽江旅游	丽江玉龙雪山景区大索道价格由180元/人次降为120元/人次，云杉坪索道价格由55元/人次降为40元/人次，牦牛坪索道价格由60元/人次降低为45元/人次	2018/9/21
长白山	长白山自然保护区门票价格由每人125元降为每人105元	2018/9/28

国家城镇化率提升

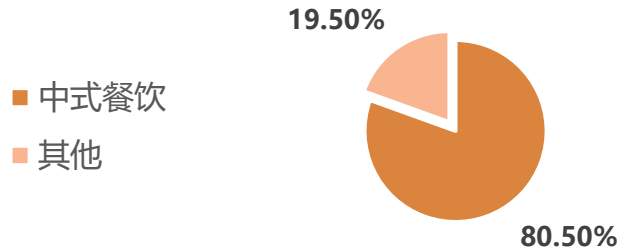


居民消费升级

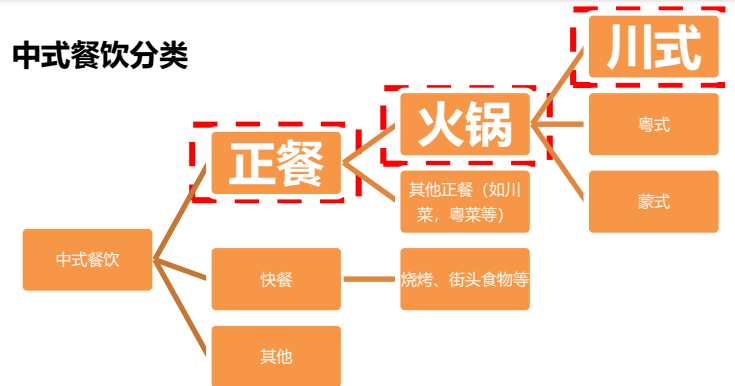
中国餐饮服务市场持续增长 (单位: 亿元)



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



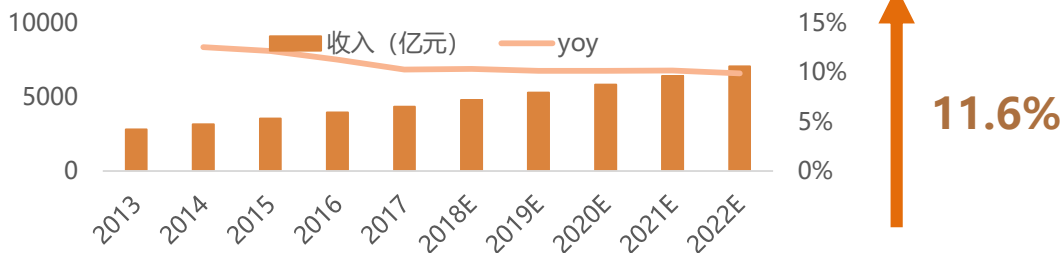
- 中式餐饮市场可进一步分为中式正餐餐厅（如火锅、四川菜及粤菜）、中式快餐餐厅及其他（如中式烧烤及街头食品）。**在所有中式菜品中，火锅在中国中式餐饮市场占有最大市场份额。**
- 火锅主要分为川式、粤式及蒙式。按2017年收入计，以麻辣口味闻名的川式火锅约占中国火锅餐饮市场的**64.2%**，是中国最受欢迎的火锅类型，也是海底捞经营的火锅类型。



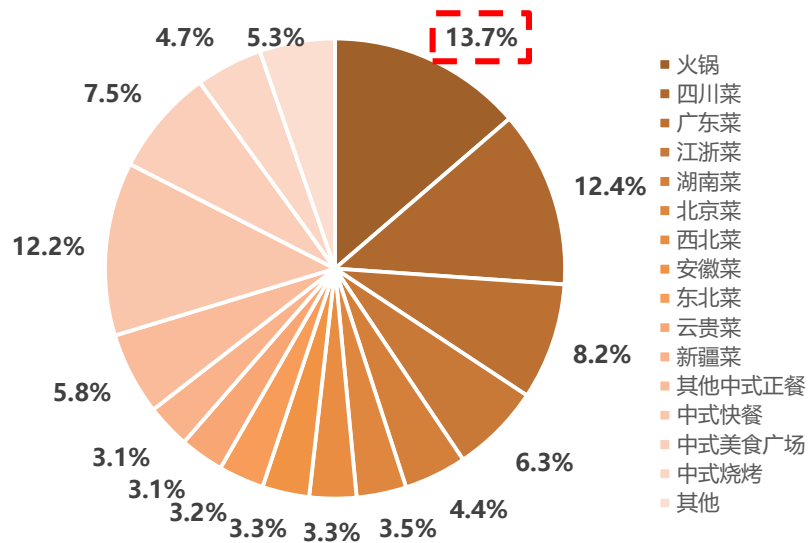
火锅广受中国消费者欢迎的三大原因：

- 火锅温暖及令人舒心的特性使其适合在亲友相聚的社交聚会中享用；
- 火锅容易定制，顾客可以根据个人口味偏好调整食材、汤底、蘸料等；
- 火锅是中式菜品中较为健康的选项，因为食材在顾客餐桌上新鲜烹

中国火锅餐厅市场的总收入高速增长



火锅在中国中式餐饮市场占有最大市场份额



2018H1海底捞呷哺呷哺经营数据对比

海底捞的上市，迅速吸引了市场对于餐饮板块的关注。

餐饮企业普遍承压大环境下，海底捞以超过50%的业绩增速领跑行业。

海底捞高业绩增长，有以下几点驱动因素：

- ✓ **翻台率高。**海底捞的翻台率高达4.9，在主要中式餐饮品牌中排名第一。
- ✓ **营业成本低。**海底捞强大口碑带动下，门店二三线下沉势头强劲，公司租金成本占营收比率仅为3.7%，远低于呷哺呷哺的12.6%（已属于行业领先水平）。海底捞自建供应链，规模化采购推动采购成本降低。
- ✓ **复制快。**海底捞依靠标准化开店流程，将门店数量由2015年初的112家，快速扩张到了2018年6月30日的341间，并计划于2018年新开180-220家。

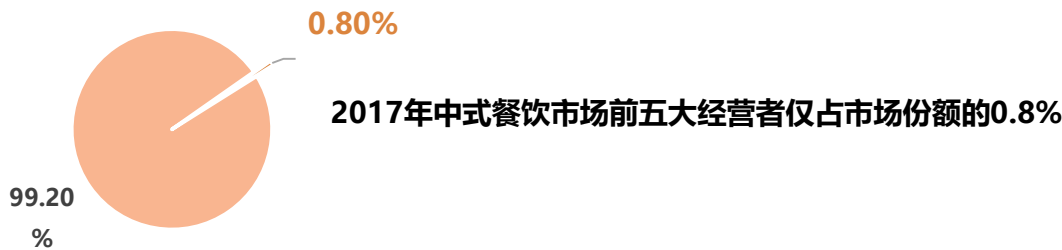
指标	海底捞	呷哺呷哺
翻台率	4.9	2.8
门店数量	341家	780家
同店销售增长率	6.40%	7.32%
租金成本占营收比	3.70%	12.60%

港股餐饮企业情况对比

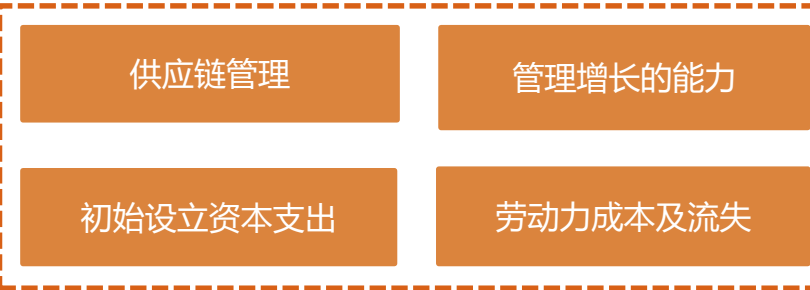
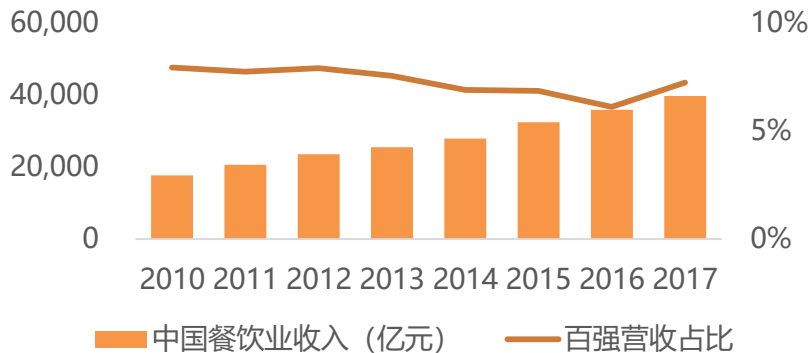
名称	主题	市值 (亿元)	2017年营收 (亿元)	2018H1营收 (亿元)	2017净利润	2018H1净利润	门店数量 (2018H1)
全聚德	中餐、食品加工	37.45	18.61	8.76(+1.43%)	1.51	0.84 (0%)	119
味千	餐厅及拉面相关产品	22.59	3.66	1.79(+0.52%)	-0.74	0.18(+11.68%)	718
唐宫中国	休闲中式餐饮	11.15	2.12	1.15(+12.18%)	0.2	0.08(-15.71%)	64
海底捞	火锅	807.93	16.31	11.21(+54.26%)	1.51	0.98(+52.19%)	341
呷哺呷哺	吧台小火锅	109.47	5.64	3.24(+34.03%)	0.64	0.32(11.24%)	780

中式餐饮市场高度分散

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



中国餐饮业百强企业营收占比低



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

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

预计公司18-19年净利润1.2/1.8亿，对应eps为0.65/1.0元；当前股价对应PE分别为35X/23X。

持续创新的人力资源整体解决方案：

坚持“一体两翼”战略和以“行业+职能+区域”矩阵式划分服务单位，面向超过18个细分行业的研发、制造、供应链、市场、财务、法律、人事等多种职能；

外延稳步推进。并购英国Investigo，借力资本市场实现外延式发展，横向整合继续发力，三季度已在财务及业务层面实现全面资源共享协同。

行业集中度加速出清：

2019年起实施的社保税征将重创人力资源行业普遍存在的违法违规，少缴、漏缴社保的劳务派遣公司或将加速退出人力资源外包服务市场，科锐国际将受益于产业出清推动的市场份额提升，成长性有望加速

1

2

3

4

5

人才优势：

管理团队行平均服务时间达到15年以上，1800余名顾问中，80%以上拥有8年以上专业人力资源服务经验，70%以上具备知名跨国企业和大中型企业工作背景。

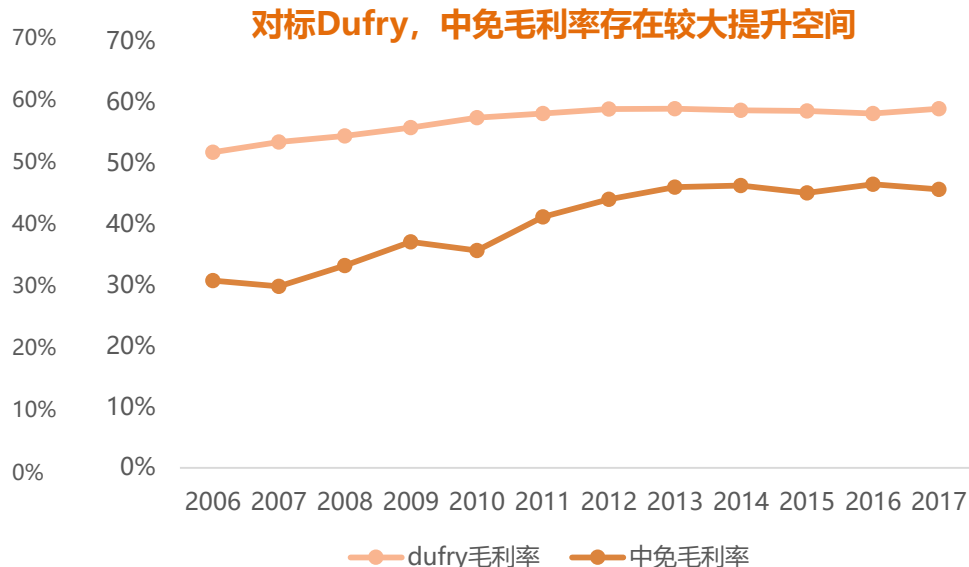
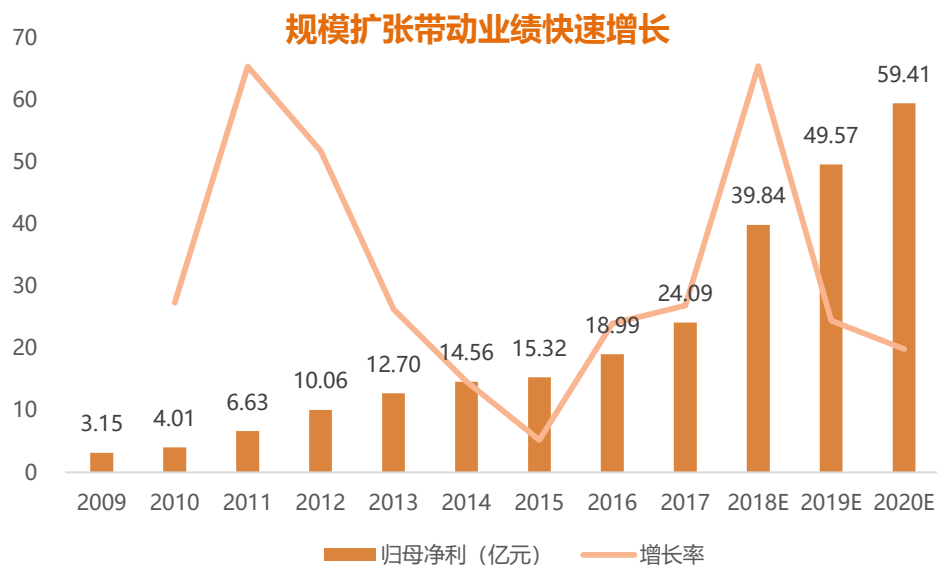
优质客户资源和强大候选人数据库：

与3000多家跨国及中资企业长期合作（60%外资，30%民企，10%国企），其中75%为重复购买客户，大量客户服务期超10年。2018H1共推荐超11000名中高级人才，管理超过8000名灵活用工人员，积累超600万候选人信息；

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

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

预计公司18-20年对应eps为2.04/2.54/3.04元；当前股价对应PE分别为32X/25X/20X。



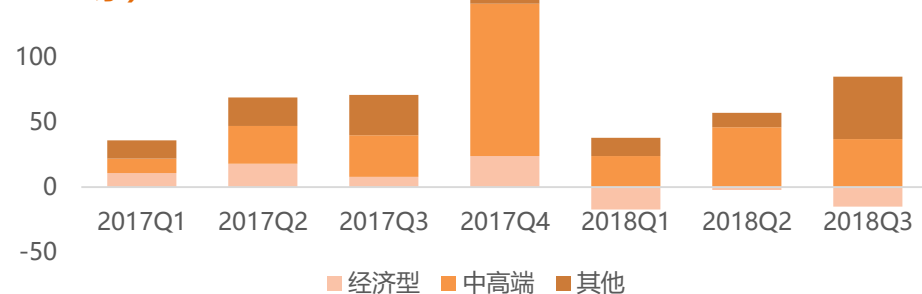
首旅酒店：整合效应逐步凸显，引入市场化机制激发企业活力

	市值 (亿)	营收 (亿)		归母净利润 (亿)		PE	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
锦江	207	153	178	11.4	13.9	16	13
首旅	171	90	101	8.4	10.3	18	14

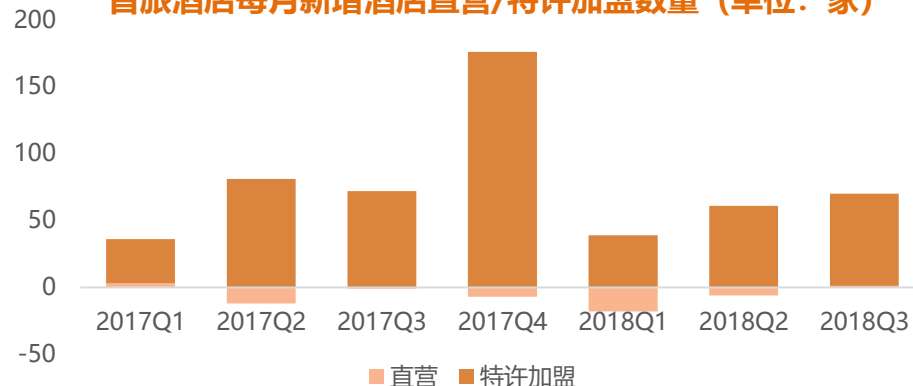
首旅中端快速扩张，整合效应逐步凸显。

- 首旅原有中端酒店运营经验+如家高基数经济型转型升级，中端业务将迎来快速发展，截止18年Q3中高端端酒店占比15.8%
- 公司加大加盟力度，通过轻资产模式快速扩张构建规模优势，提高盈利能力，截止18年Q3公司特许比达75.64%。
- 公司加强市场化运作，持续通过规模扩张、升级改造带动营收业绩稳步提升，适时发布股权激励计划，彰显公司发展信心，安抚员工思想，加强与公司利益绑定，从而激发员工积极性，提高运营效率。

首旅酒店每月新增酒店经济型/中高端/其他数量 (单位: 家)



首旅酒店每月新增酒店直营/特许加盟数量 (单位: 家)



锦江多品牌酒店全产业链布局，中端市占率大更具潜力。

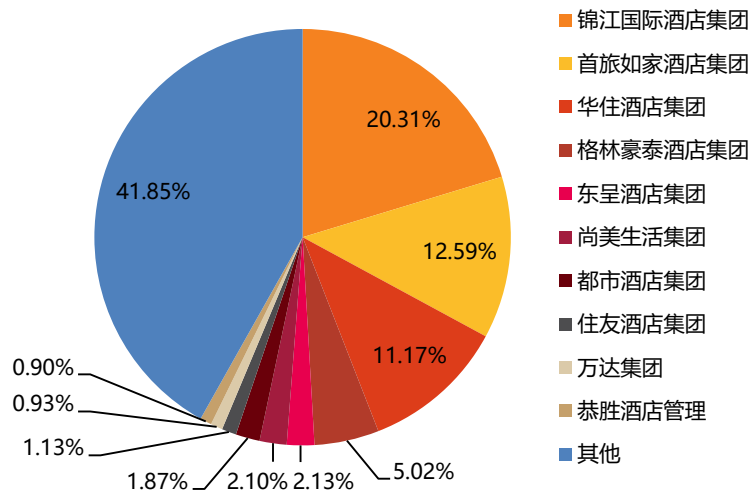
旗下维也纳系位列中端酒店市占率之首，加盟占比提升规模快速扩张，中端发力趋势凸显。

资源整合效率提升，协同效应逐步凸显。

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

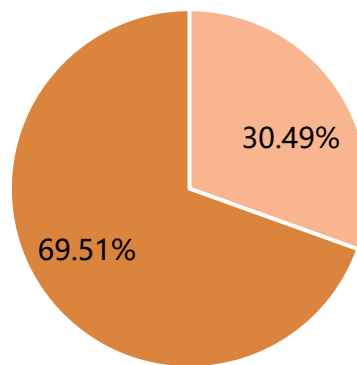
截至 2018 年 9 月 30 日锦江已经开业的有限服务型连锁酒店情况

	开业酒店家数 (家)		开业客房间数 (家)	
	酒店家数	占比	客房间数	占比
中端酒店	2,193	30.49%	273,937	38.81%
经济型酒店	5,000	69.51%	431,971	61.19%
全部酒店	7,193	100.00%	705,908	100.00%
其中：直营店	1,016	14.12%	115,358	16.34%
加盟店	6,177	85.88%	590,550	83.66%



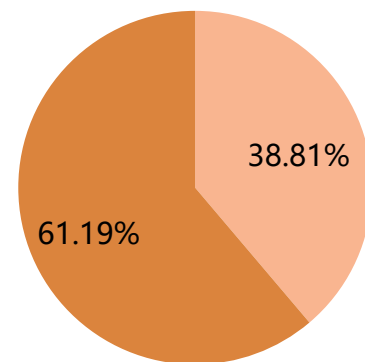
公司市占率第一

锦江开业酒店家数



■ 中端酒店 ■ 经济型酒店

锦江开业客房间数



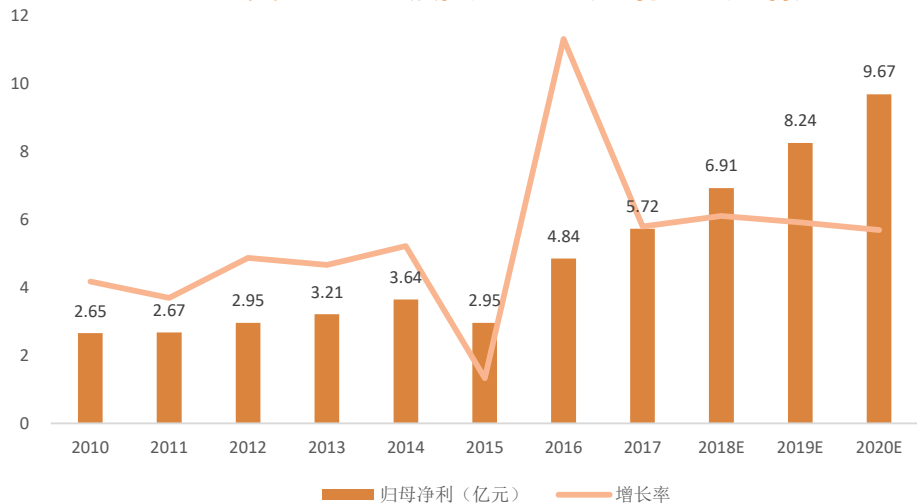
■ 中端酒店 ■ 经济型酒店

景区经营是公司利润的主要来源，掌握南北两大核心景区，“文化乌镇”品牌已成功打造中国主题景区国际化品牌，品牌溢价驱动竞争壁垒越发牢固。乌村、濮院作为异地复制有效实践，未来潜力巨大。

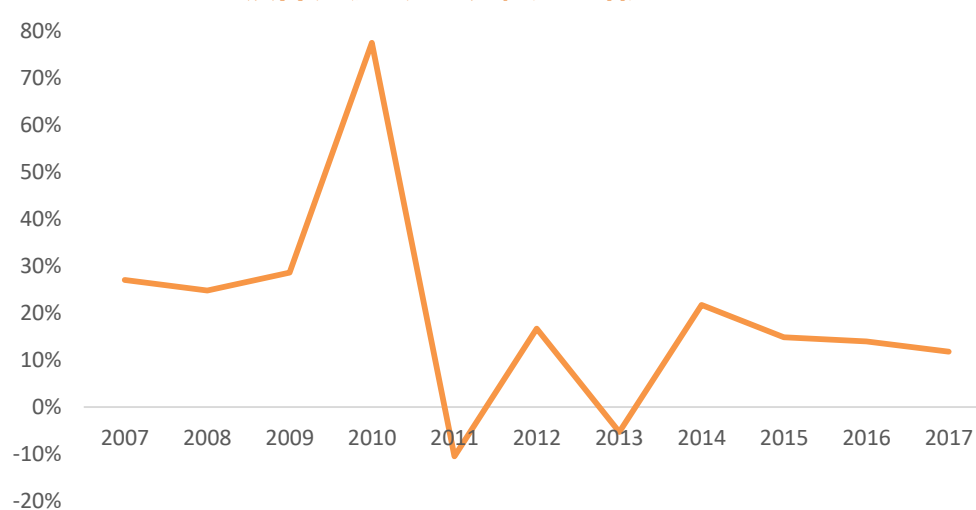
实际控制人变更，国改预期打开公司资本运作空间。光大入主打开资源整合空间，市场化机制改革带来整体运营效率提升，增厚公司资源整合能力。

预计公司18-19年净利润6.91/8.24亿，对应eps为0.96/1.14元；当前股价对应PE分别为14X/12X。

受益两大古镇，近两年公司利润快速增长



乌镇客流破千万大关，近年增速趋于平稳



免责声明

分析师声明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

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

投资评级声明

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