

休闲服务

证券研究报告

2019年03月20日

低估值安全边际凸显，布局边际改善下板块高弹性

社会服务板块有望迎来板块轮动下的补涨行情。2019年初至今，餐饮旅游（中信）涨幅13.41%，居各行业末位，随着市场风险偏好提升，整体市场估值修复，未来滞涨行业有望形成新一轮补涨行情。

目前行业估值尚处历史低位。在2018年下半年国有景区门票下调、泰国沉船等境外旅游意外事件频发、整体经济环境增速放缓扰动下，出境游、景区、酒店等细分行业估值普遍调整，目前整体行业估值尚处历史较低水平，低估值优势凸显。

MSCI扩容首旅、锦江、宋城纳入其中，关注细分行业龙头催化。MSCI宣布增加中国A股在MSCI指数权重，纳入因子从5%增至20%，其中社服板块中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份均列其中，未来有望受益。

酒店：华住Q4数据相对Q3回暖企稳，营收超此前指引，19Q1数据向好大概率将延续。布局数据边际改善下高弹性，规模扩张+集中度提升龙头成长空间依旧。目前三大酒店龙头规模不断扩张，集中度稳步提升，加盟比例提升将进一步带动盈利能力提升，同时提价策略体现依旧明显，在各品牌平均房价不同程度提升背景下，RevPAR保持稳定增长，我们认为随着公司门店规模逐步扩张，内部整合稳步推进，将带动公司营收业绩稳步提升。目前酒店板块估值处历史较低水平，建议布局后续经营数据改善下高弹性，**建议关注：华住酒店、首旅酒店、锦江股份。**

景区：股价已充分反映降价利空，提质降费+交通改善带动景区板块稳健经营。目前板块估值历史低位，安全边际较高。在景区票价下调背景下，市场情绪过度反应，板块估值目前23X，尚处历史低位，安全边际凸显，建议关注具有独特商业模式壁垒景区白马，**建议关注中青旅。**

免税：中国国旅肩负国家消费回流战略重任，免税规模正稳步扩张，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，近期市内免税店预期强烈，**建议关注中国国旅。**

出境游：泰国沉船影响渐消散，人民币升值+目的地政策催化短期利好。低基数+低估值，关注短期出境游板块估值修复行情。自2016年指纹签、2017韩国萨德、2018年泰国沉船等多因素扰动，板块估值低位，在2018年经营数据低基数背景下，龙头公司有望迎来稳健增长。**建议关注：众信旅游、腾邦国际。**

风险提示：宏观经济下行、政策落地不及预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

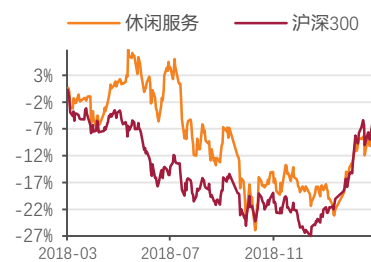
刘章明

分析师

SAC执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

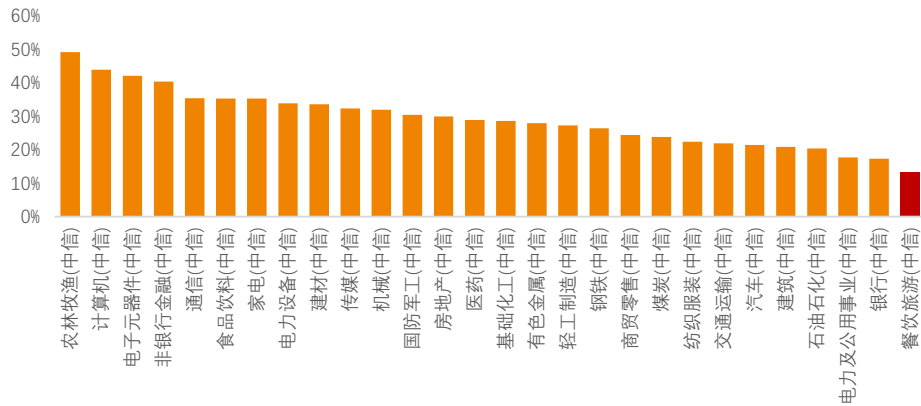
相关报告

- 1 《休闲服务-行业点评：《人力资源市场暂行条例》发布，行业整合将加速，细分龙头或迎黄金期，重点推荐科锐国际！》 2018-07-17
- 2 《休闲服务-行业专题研究：如何寻找下一个市值500亿美元的人力资源公司？ADP深度研究》 2017-10-20
- 3 《休闲服务-行业点评：2亿人力资源市场等你挖掘：人社部《行动计划》深度解读！》 2017-10-15



社会服务板块有望迎来板块轮动下的补涨行情。2019 年初至今，餐饮旅游（中信）涨幅 13.41%，居各行业末位，随着市场风险偏好提升，整体市场估值修复，未来滞涨行业有望形成新一轮补涨行情。

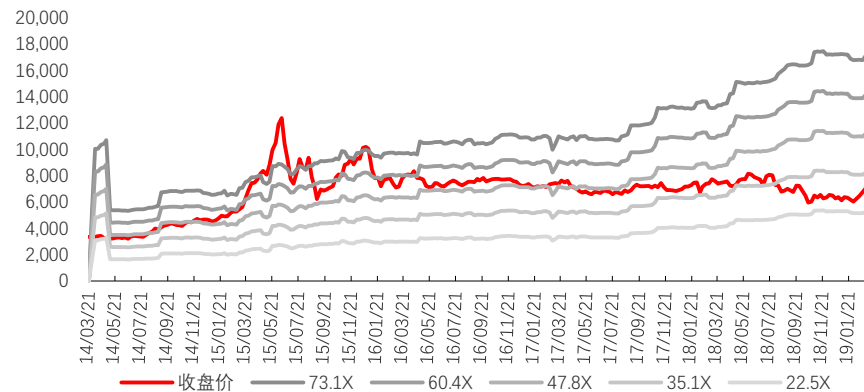
图 1：餐饮旅游板块年初至今涨幅位于末位



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前行业估值尚处历史低位。在 2018 年下半年国有景区门票下调、泰国沉船等境外旅游意外事件频发、整体经济环境增速放缓扰动下，出境游、景区、酒店等细分行业估值普遍调整，目前整体行业估值尚处历史较低水平，低估值优势凸显。

图 2：餐饮旅游板块估值处历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

MSCI 扩容首旅、锦江、宋城纳入其中，关注细分行业龙头催化。MSCI 宣布增加中国 A 股在 MSCI 指数权重，纳入因子从 5%增至 20%，其中社服板块中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份均列其中，未来有望受益。

表 1：4 支标的入选 MSCI 新兴指数

		代码	中文名称	市值 (亿元)	PE (TTM)	权重
MSCI 中国股指数	大盘 (原有标的)	601888.SH	中国国旅	1228	39	0.66%
	大盘 (入选 2 支标的)	601888.SH	中国国旅	1228	39	
MSCI 新兴市场指数		300144.SZ	宋城演艺	322	25	
	中盘 (入选 2 支标的)	600754.SH	锦江股份	232	24	
		600258.Sh	首旅酒店	205	23	

资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 酒店板块

华住 Q4 数据相对 Q3 回暖企稳，营收超此前指引。华住上周披露全年数据，Q4 实现营收 26.83 亿元，同比增长 20.6%，略超此前 18Q3 17%-19% 营收预期，实现 RevPAR196 元（+8.1%），较三季度 7.1% 小幅回暖，连续十二季度正增长，主要来源于平均房价达 230 元（+9.2%）带动，出租率在去年同期 86% 基数下基本维持稳定达 85.2%，出租率下滑趋势收窄企稳。

19Q1 数据向好大概率将延续。从年报数据来看，公司财务数据维持稳健增长，Q4 在行业淡季下表现略超预期，凸显公司业绩增长弹性；目前结构调整对平均房价的提升带动整体 RevPAR 依旧维持单位数正增长，Q4 出租率下滑收窄，经营数据较 Q3 小幅回暖，基本维持稳定，较为符合我们此前预期。

布局数据边际改善下高弹性，规模扩张+集中度提升龙头成长空间依旧。目前三大酒店龙头规模不断扩张，集中度稳步提升，加盟比例提升将进一步带动盈利能力提升，同时提价策略体现依旧明显，在各品牌平均房价不同程度提升背景下，RevPAR 保持稳定增长，我们认为随着公司门店规模逐步扩张，内部整合稳步推进，将带动公司营收业绩稳步提升。目前酒店板块估值处历史较低水平，建议布局后续经营数据改善下高弹性，**建议关注：华住酒店、首旅酒店、锦江股份。**

2. 景区板块

降价利空已充分反应。2018 年下半年国有景区价格普遍下调，降价区间多集中于 10-30 元不等，在景区调价悲观预期下，景区板块持续下跌，自 2018 年 3 月 5 日两会国有景区门票下调预期致使至 2018 年底，景区（中信）板块下跌 23%。

图 3：景区（中信）日涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

降价倒逼景区成熟化运营，提质降费+交通改善带动景区板块稳健经营。门票价格下调倒逼公司经营转型，短期内对公司经营或有压力，但长期来看并非利空，在景区经营改善、提质降费及国家高铁网络建设交通改善背景下，盈利性持续稳定显现。

目前板块估值历史低位，安全边际较高。在景区票价下调背景下，市场情绪过度反应，板块估值目前 24X，尚处历史低位，安全边际凸显，建议关注具有独特商业模式壁垒景区白马，**建议关注中青旅。**

3. 免税板块

春节海南免税销售火爆。海口海关数据显示，春节期间，三亚、海口、琼海三地四家离岛免税店销售免税品 64.3 万件，同比增长 30.43%；购买人数 12.2 万人次，增长 23.23%；销

售金额 6.01 亿元，增长 33.56%，其中 2 月 8 日离岛免税销售金额 1.08 亿元，创单日销售历史新高，随着 2018 年 12 月离岛免税新政出台、轮渡纳入离岛免税新渠道；海南免税市场再上新台阶，国旅有望充分受益。

中标大兴机场，掌握国内核心交通枢纽免税业务，一家独大格局稳固。中国国旅中标大兴机场免税标段，叠加此前首都机场、上海机场、香港机场、广州机场、澳门机场等，国旅已基本获得国内核心交通枢纽多年免税经营权，按照近日 TFWA 峰会陈国强先生表述，2018 年国内免税市场销售额 395 亿（+27.3%）国旅市占率已超 80%，国内一家独大市场格局基本稳固，随着国旅逐步整合现有经营渠道，调整品类结构，将带动长期业绩稳步提升。

中国国旅肩负国家消费回流战略重任，免税规模正稳步扩张，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，近期市内免税店预期强烈，建议关注中国国旅。

4. 出境游板块

泰国沉船影响消散。自 2018 年 7 月泰国沉船事件背景下，东南亚海岛游普遍受到一定程度影响，随后泰国出台一系列利好政策，加大拓展二线旅游城市，落地签免费政策延长至 4 月 30 日等等，赴泰游客增速逐步回暖。

人民币升值+目的地政策催化短期利好。人民币汇率短期反弹提振出境游板块情绪，同时日本签证手续简化，加之泰国利好政策出台，日本、泰国等国内热门短途出境游目的地利好政策不断，催化短期板块向好。

低基数+低估值，关注短期出境游板块估值修复行情。自 2016 年指纹签、2017 韩国萨德、2018 年泰国沉船等多因素扰动，板块估值低位，在 2018 年经营数据低基数背景下，龙头公司有望迎来稳健增长。**建议关注：众信旅游、腾邦国际。**

综上，随着国内消费市场企稳，市场风险偏好提升下板块轮动，在低基数低估值背景下，整体社会服务板块有望迎补涨行情，我们建议关注此前估值调整正处地位具有一定核心竞争壁垒行业细分龙头，建议关注【首旅酒店】、【锦江股份】、【华住酒店】、【中青旅】、【科锐国际】、【中国国旅】、【众信旅游】、【腾邦国际】、【海底捞】。

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com