

休闲服务行业 2019 年中期投资策略

重点布局核心资产、板块龙头，关注超跌反弹标的

推荐（维持）

□ **2018 及 2019Q1 休闲服务经营状况。**2018 年我国旅游人次 55.4 亿人次，出境游人数约 1.5 亿人次，维持较高速增长。SW 休闲服务行业实现营收 1456 亿元（+23.15%），归母净利润同增 6.41% 达到 95.03 亿元，净利率为 7.4%（-0.9pct，主要是 2018Q4 非经常性损益及当季特殊事件影响）。2019Q1 行业营收继续 24.19% 高增速至 363.17 亿元，归母净利润 38.13 亿元（+76.87%），除业务自然增长外，净利润大幅变动主要是中国国旅因处置旅行社资产获得投资收益，利润影响约 7 亿元；锦江股份投资收益 3 亿元带动非经常性损益 2.245 亿元。

□ **中期策略：**

一季度旅游数据平和，免税持续高景气度，酒店 revpar 逐步筑底中并随经济好转有复苏预期，推荐首旅酒店。免税消费数据景气度维持，继续推荐中国国旅；餐饮飞轮效应显现，餐饮树立品牌+食品加工变现模式越发凸显，推荐广州酒家，重点关注颐海国际。财富效应预期+超跌反弹，关注众信旅游、中青旅。

免税：在 18Q1 高基数、高增速基础上 19Q1 中国国旅扣非利润增长 37.37% 至 15.89 亿元（2016 全年公司净利润为 18 亿元），扣非 eps 为 0.814 元。剥离旅行社后更加聚焦免税主业。内生高增长+收购日上后规模效应显现后续仍将有一定利润率提升空间。消费回流大背景下，免税是重要的渠道，市内免税店是核心着力点之一，对公司也将意义重大。维持对中国国旅的“强推”评级。

餐饮广州酒家：产能投放阶段，因更关注规模指标（产能、产品线、渠道）而非利润指标。餐饮树品牌，食品变现是最好的盈利模式；欢乐聚会的场景以较低的渠道成本进行进一步延伸，品牌对下游 c 端议价能力较强，营销成本低，而成本端相对更可控，带来良好的投资回报。短期业绩波动不改逻辑判断。

此外，餐饮板块建议重点关注颐海国际。

酒店领域：revpar 逐步筑底中，中高端化、加盟化发展趋势下，随经济好转有复苏预期，推荐首旅酒店。

财富效应+超跌背景下：建议关注中青旅、众信旅游、宋城演艺。

□ **风险提示**

宏观经济增速超预期下滑，国内外政策不利变动，扩张进度不及预期、极端天气等

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国国旅	77.49	2.46	3.27	3.79	31.5	23.7	20.45	9.32	强推
广州酒家	28.85	1.1	1.37	1.57	26.2	21	18.3	5.98	推荐
宋城演艺	22.57	0.95	1.08	1.19	23.8	20.9	19	3.87	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：胡琼方

电话：010-66500993

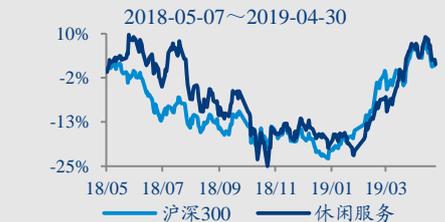
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	35	0.97
总市值(亿元)	3,608.35	0.58
流通市值(亿元)	3,171.84	0.7

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.02	19.33	16.82
相对表现	-1.35	0.4	13.15



相关研究报告

《电商法下化妆品代购生存法则》

2019-01-10

《星巴克折戟茶饮，奶茶店能否支撑大市值公司？》

2019-02-12

《餐饮供应链：美国经验与中国生鲜流通格局下的路径探索》

2019-02-25

目录

一、2018 年及 2019 年一季度休闲服务板块整体情况概述.....	5
(一) 2018 年行业整体情况.....	5
(二) 2019Q1 一季度行业情况.....	8
二、各细分板块业绩状况.....	9
三、重点公司 2018 及 2019Q1 经营情况回顾.....	11
(一) 免税行业：中国国旅.....	11
1. 2018 年业务概况.....	11
2. 公司 2018 年至今业务突破.....	12
3. 2019Q1 业绩情况.....	13
4. 投资建议.....	13
(二) 餐饮：广州酒家.....	13
(三) 酒店行业.....	14
1. 酒店板块回顾.....	14
2. 首旅酒店.....	15
3. 锦江股份.....	18
(四) 人工景区：中青旅.....	22
(五) 演艺：宋城演艺.....	24
1. 2018 年业绩概况.....	24
2. 2019Q1 业绩概况.....	25
(六) 出境游：众信旅游.....	26
(七) 其他.....	27
1. 科锐国际.....	27
2. 海昌海洋.....	28

图表目录

图表 1	休闲服务行业营业收入及其增速 (亿元, %)	5
图表 2	休闲服务行业归母净利润及其增速 (亿元, %)	5
图表 3	休闲服务行业毛利率及净利率情况 (%)	5
图表 4	休闲服务行业三项费用率情况 (%)	5
图表 5	2018 年各季度营业收入及同比 (亿元, %)	6
图表 6	2018 年各季度归母净利润及同比 (亿元, %)	6
图表 7	休闲服务行业各板块 2018 全年业绩状况 (亿元, %)	6
图表 8	营收结构 (亿元)	7
图表 9	归母净利润结构 (亿元)	7
图表 10	各板块营收增速	7
图表 11	各板块归母净利润增速	7
图表 12	各板块毛利率	7
图表 13	各板块净利率	7
图表 14	各年度 Q1 营收及 yoy (亿元, %)	8
图表 15	各年度 Q1 归母净利润及 yoy (亿元, %)	8
图表 16	休闲服务行业各板块 2019 年 Q1 业绩状况 (亿元, %)	8
图表 17	2019Q1 各板块营业收入、毛利、净利润情况 (亿元)	9
图表 18	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	9
图表 19	华创社服行业子板块 (按主业分类)	9
图表 20	自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)	10
图表 21	自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)	10
图表 22	自定义各板块营收 yoy (%)	10
图表 23	自定义各板块归母净利润 yoy (%)	10
图表 24	中国国旅营业收入及增速 YOY	11
图表 25	中国国旅历年期间费用率	11
图表 26	中国国旅历年盈利能力	11
图表 27	中国国旅历年 ROE 及 ROIC	11
图表 28	近年我国连锁酒店规模 (按客房数)	14
图表 29	中端连锁酒店 CR5 (截止 2019 年 1 月 1 日)	14
图表 30	华住同店 revpar 变化	14
图表 31	华住同店 occ 变化	14
图表 32	首旅酒店 2018 年酒店数	15

图表 33	如家酒店 2018 年经营数据.....	15
图表 34	首旅酒店 2018 年存量酒店数.....	16
图表 35	首旅酒店股权激励考核指标.....	16
图表 36	2019Q1 如家酒店经营数据.....	17
图表 37	2019Q1 如家酒店同店经营数据.....	17
图表 38	锦江酒店 2018 年全年经营指标.....	18
图表 39	锦江酒店境内 RevPAR 变动.....	19
图表 40	锦江酒店境内 OCC 变动.....	19
图表 41	锦江境内中端酒店占比.....	19
图表 42	锦江每月净增开业/签约酒店数量.....	19
图表 43	锦江酒店 2018 年酒店规模及结构.....	19
图表 44	锦江酒店 2019Q1 酒店规模及结构.....	20
图表 45	19Q1 锦江境内酒店经营数据.....	20
图表 46	19Q1 锦江境外酒店经营数据.....	21
图表 47	19Q1 锦江境内酒店同店经营数据.....	21
图表 48	中青旅营收及 yoy.....	22
图表 49	中青旅利润情况.....	22
图表 50	中青旅营收及 yoy (分景区).....	22
图表 51	中青旅景区营收及 yoy.....	23
图表 52	中青旅景区利润情况.....	23
图表 53	宋城演艺营收/归母净利润及相应增速.....	24
图表 54	宋城演艺利润情况.....	24
图表 55	科锐国际各业务的营收/毛利及相应变化.....	27

一、2018 年及 2019 年一季度休闲服务板块整体情况概述

截至 2019 年 4 月 30 日，行业所有公司 2018 年年报及 2019 一季报全部披露。按照申万休闲服务指数，行业整体情况如下。

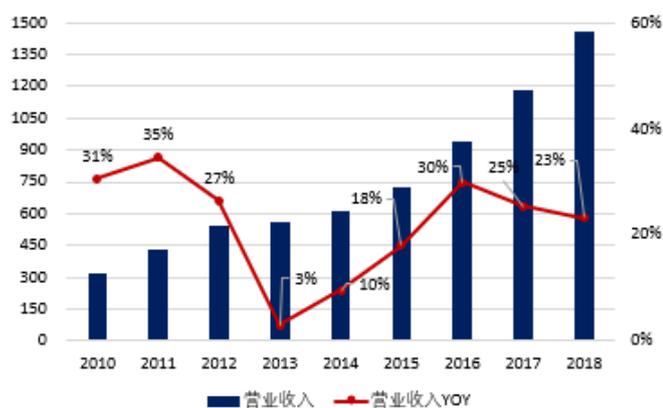
（一）2018 年行业整体情况

2018 年 SW 休闲服务行业实现营收 1456 亿元 (+23.15%)，继续大幅增长；归母净利润同增 6.41% 达到 95.03 亿元，行业综合毛利率提升 1.56pct 达到 41.45%；净利率为 7.4%，下降 0.91pct。

（注：与 2017 年统计数据略有出入，主要来自于板块成分调整，新增国创高新、海航创新，已进行追溯调整。）

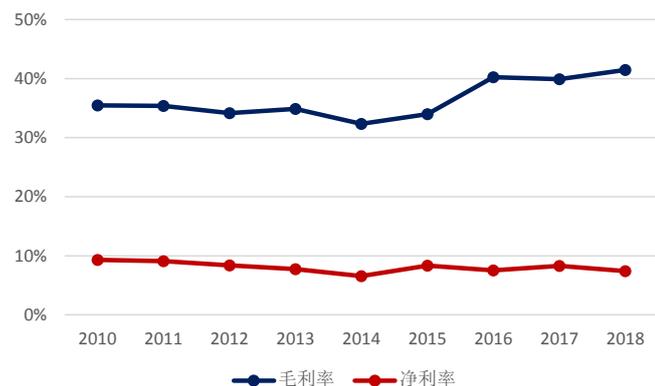
行业期间费用率为 30.73% (+1.49%)，其中销售费用率从上年度 18.59% 提升至 20.99%（主要由于旅游综合板块销售费用率提升 6.17pct），管理费用率和财务费用率分别下降 0.81 和 0.1pct，为 8.43% 和 1.31%。

图表 1 休闲服务行业营业收入及其增速（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 3 休闲服务行业毛利率及净利率情况（%）



资料来源：wind、华创证券

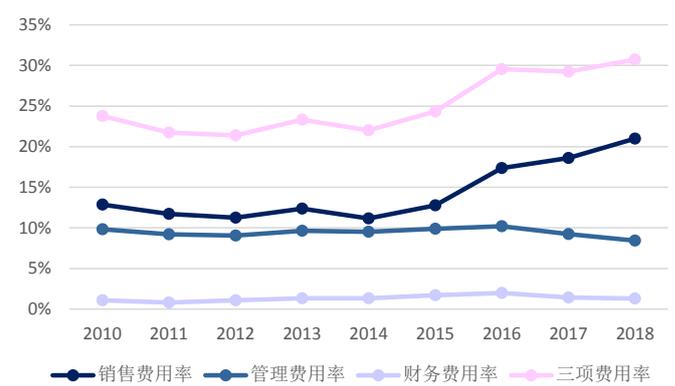
分季度看，三季度依然是休闲服务行业旺季，营业收入及净利润分别占全年的 29.06% 和 40.32%，为 423.26 亿元和 43.43 亿元，同比增长 20.65% 和 27.81%。2018Q2 营收增长 35.32% 达到 370.75 亿元，占全年 25.46%；同期归母净利润大幅增长 38.71%，为 32.44 亿元。四季度归母净利润大幅缩减 87.55% 至 2.45 亿元，主要是酒店板块华天酒店、人工景点板块三湘印象、旅游综合板块云南旅游的非经常影响（三者 18Q4 分别比 17Q4 变化：-5.29、+4.5、-7.7 亿

图表 2 休闲服务行业归母净利润及其增速（亿元，%）



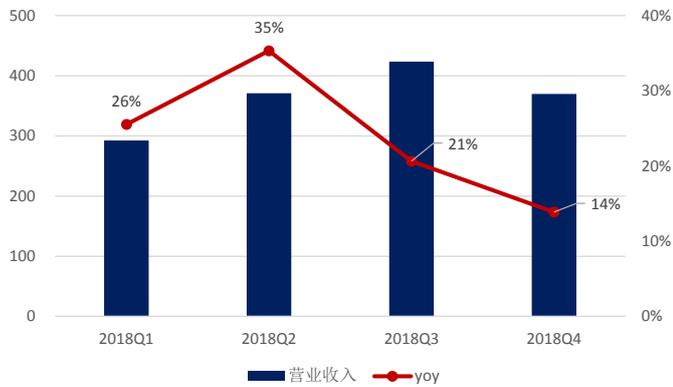
资料来源：wind、华创证券

图表 4 休闲服务行业三项费用率情况（%）

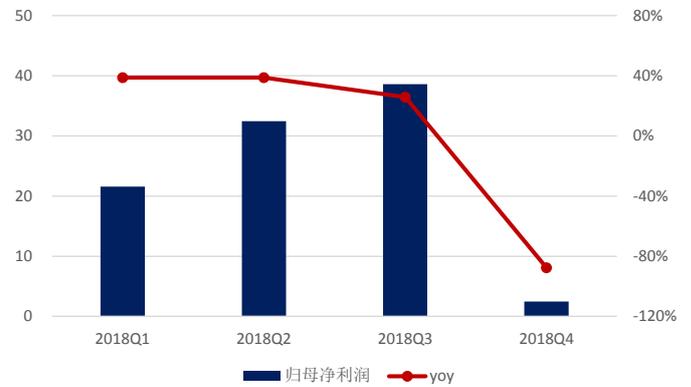


资料来源：wind、华创证券

元，合计下滑 8.5 亿元），及旅游综合板块中国国旅（Q4 单季利润减少 2.33 亿元）、众信旅游（Q4 单季利润减少 2.36 亿元）、腾邦国际（Q4 单季利润减少 1.96 亿元）、海航创新（Q4 单季利润减少 4.21 亿元）、西安旅游（Q4 单季利润增加 1.14 亿元）等影响。

图表 5 2018 年各季度营业收入及同比（亿元，%）


资料来源：wind、华创证券

图表 6 2018 年各季度归母净利润及同比（亿元，%）


资料来源：wind、华创证券

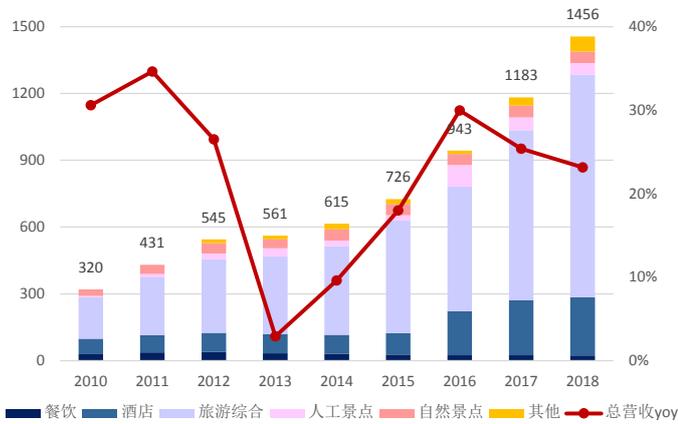
中国国旅、锦江股份、首旅酒店、中青旅、众信旅游、凯撒旅游、宋城演艺几大公司营收合计为 1061 亿元(+25.68%)，合计归母净利润为 71.4 亿元(+16.31%)，分别为休闲服务板块的 72.8%和 75.1%。按照申万二级分类，2018 全年各子板块情况如图表 7。旅游综合板块各项占比最大，营收占比为 68.68%，其中中国国旅、中青旅、众信旅游、凯撒旅游及岭南控股保持稳定增长，五家公司营业收入合计为 867 亿元，在旅游综合细分板块中营收占比接近 87%，贡献归母净利润的 77.70%。在其他休闲服务细分板块中，科锐国际 2018 年收购英国 Investigo 公司，并于 2018Q2 并表，并表利润 777 万元，同时公司 2018 年获政府补助 2781 万元（上年同期为 506 万元）；本年度其他休闲服务新增公司国创高新营收 45.5 亿元，归母净利润 3.12 亿元。

图表 7 休闲服务行业各板块 2018 全年业绩状况（亿元，%）

子行业	营收	营收 yoy	毛利	毛利 yoy	净利润	净利润 yoy	归母净利润	归母净利润 yoy
餐饮	23.55	-3.92%	12.70	-7.38%	0.98	-17.83%	0.91	-14.91%
酒店	261.46	5.60%	224.46	4.57%	16.25	-4.29%	16.36	-4.28%
旅游综合	1000.18	31.17%	300.47	63.75%	65.85	18.92%	52.96	14.14%
人工景点	51.92	-11.14%	30.22	1.59%	8.32	-38.21%	8.89	-35.95%
自然景点	51.74	-1.72%	24.37	0.01%	11.83	19.48%	11.61	19.85%
其他休闲服务	67.48	83.06%	11.40	97.43%	4.49	238.57%	4.30	265.69%
全行业(整体)	1456.32	23.15%	603.64	27.95%	107.72	9.65%	95.03	6.41%

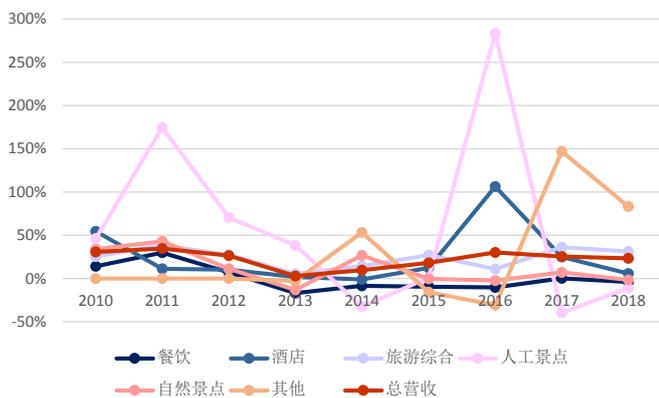
资料来源：wind、华创证券（注：其他休闲服务板块是科锐国际+国创高新）

图表 8 营收结构 (亿元)



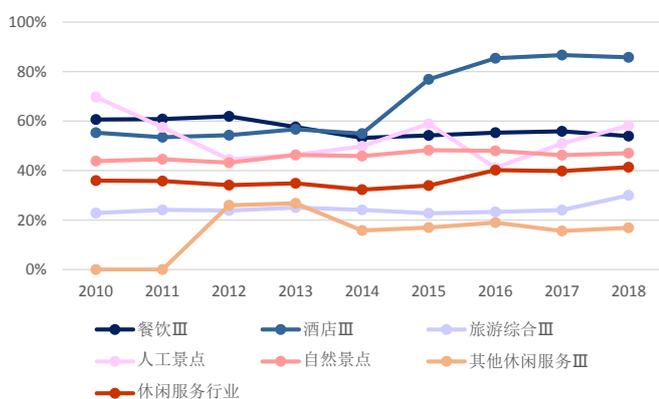
资料来源: wind、华创证券

图表 10 各板块营收增速



资料来源: wind、华创证券

图表 12 各板块毛利率

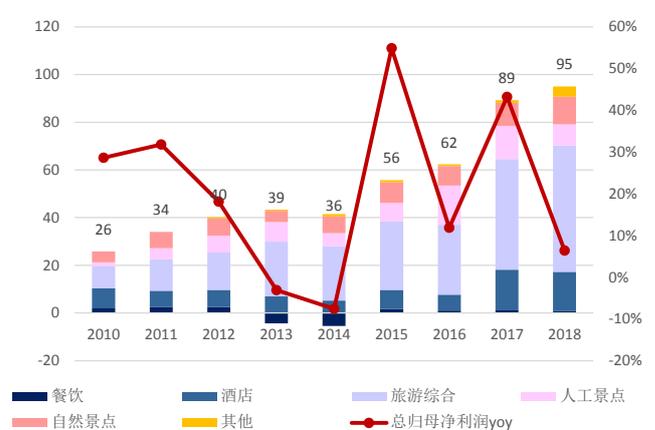


资料来源: wind、华创证券

2018 年板块内主要并表因素有:

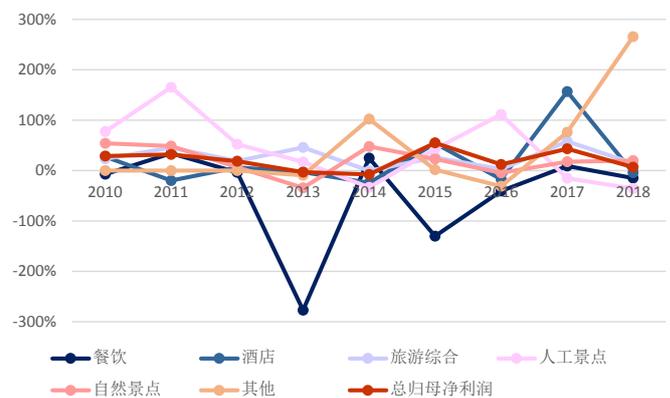
1) 中国国旅并购日上上海。3 月-12 月日上上海贡献营收 104.51 亿元, 利润贡献 4.67 亿元; 日上中国增加 Q1 并表

图表 9 归母净利润结构 (亿元)



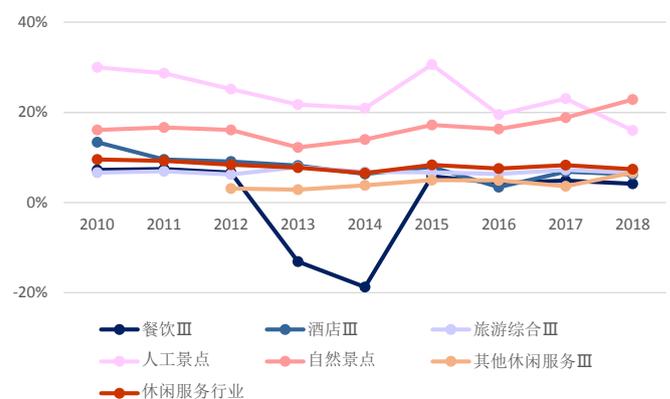
资料来源: wind、华创证券

图表 11 各板块归母净利润增速



资料来源: wind、华创证券

图表 13 各板块净利率



资料来源: wind、华创证券

营收影响 17.7 亿元，利润影响约 4kw；香港业务营收增量约 18 亿元，亏损约 2 亿元。合计利润影响约 3 亿元。

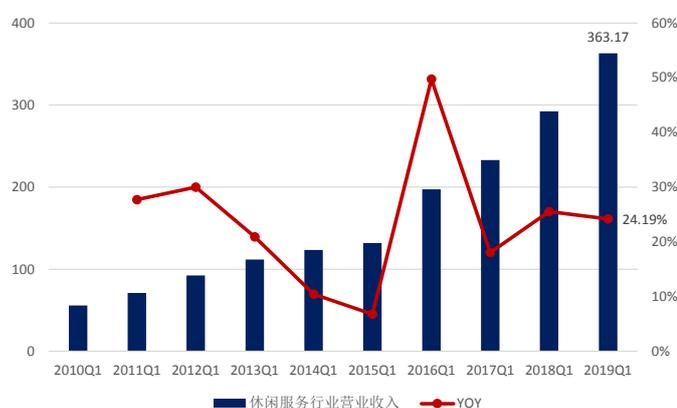
2) 2018.1.12 公司完成收购 Prototal 持有的 Keystone Lodging Holdings Limited 的 12.0001% 的股权, 公司持有 Keystone 的股权比例由 81.0034% 上升至 93.0035%, 根据 2018 年铂涛净利润情况并表利润影响约 5kw; 2018.11.23 公司收购 Fortune 持有的 Keystone 3.03815% 的股权和 Ever 持有的 Keystone 0.46010% 的股权 (合计 3.49825% 的股权)。于 2019 年 1 月 14 日, 本次交易完成了各项交割工作, 公司持有 Keystone 的股权比例由 93.0035% 上升至 96.50175%。

3) 众信旅游收购 30% 的竹园国旅股权 (竹园国旅成为公司全资子公司), 利润影响约 3kw。

(二) 2019Q1 一季度行业情况

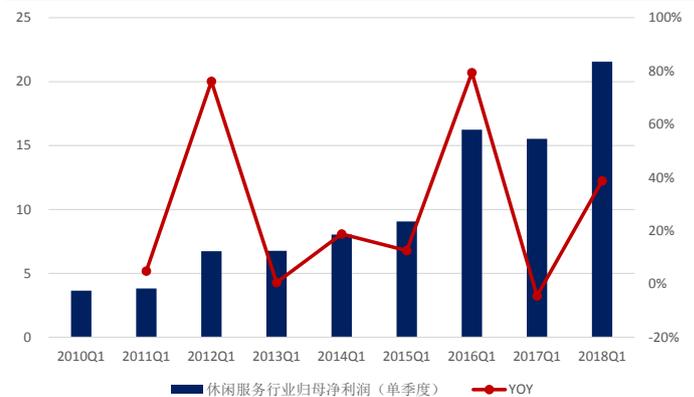
2019Q1 休闲服务行业实现营业收入 363.17 亿元 (+24.19%), 营业毛利 158.97 亿元 (+31.90%), 归母净利润 38.13 亿元 (+76.87%)。中国国旅因处置旅行社资产获得投资收益, 利润影响约 7 亿元; 锦江股份投资收益 3 亿元带动非经常性损益 2.245 亿元。

图表 14 各年度 Q1 营收及 yoy (亿元, %)



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 各年度 Q1 归母净利润及 yoy (亿元, %)



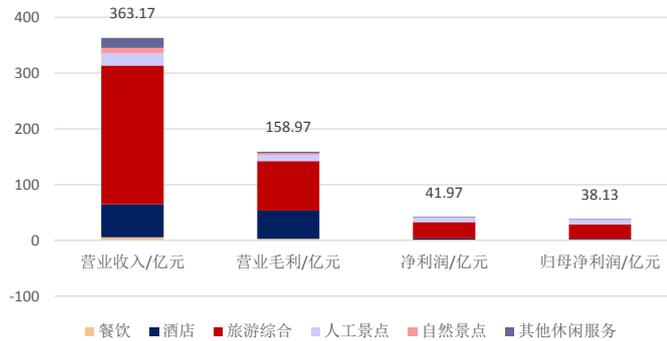
资料来源: wind, 华创证券

图表 16 休闲服务行业各板块 2019 年 Q1 业绩状况 (亿元, %)

子行业	营收	营收 yoy	毛利	毛利 yoy	净利润	净利润 yoy	归母净利润	归母净利润 yoy
餐饮	5.55	-4.85%	2.72	-12.41%	(0.09)	-136.50%	(0.06)	-127.14%
酒店	59.24	1.91%	50.61	0.41%	3.53	21.12%	3.05	24.52%
旅游综合	248.83	26.54%	88.88	57.91%	29.42	80.22%	26.08	77.68%
人工景点	21.74	134.32%	10.58	96.77%	7.47	239.90%	7.43	217.73%
自然景点	9.62	4.02%	3.57	6.06%	0.59	-38.29%	0.61	-35.64%
其他休闲服务	18.19	36.80%	2.60	31.40%	1.05	10.29%	1.02	11.79%
全行业(整体)	363.17	24.19%	158.97	31.90%	41.97	77.81%	38.13	76.87%

资料来源: wind, 华创证券

分板块看, 酒店和旅游综合细分板块贡献行业约 85% 的营收和 88% 的毛利, 78.5% 左右的净利润。营业收入中旅游综合板块依然贡献最大且持续提升, 同比增长 26.5%, 行业占比约 69% (主要受中国国旅营收、利润增长驱动), 毛利贡献已从 2018 全年的 50% 上升至近 56%, 净利润贡献超 70%; 酒店板块对营业毛利及净利润贡献分别约 32% 和 8.4%。

图表 17 2019Q1 各板块营业收入、毛利、净利润情况 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

2019Q1 行业整体净利率提升 3.48pct 达到 11.56%，但行业内分化。餐饮、自然景点、其他休闲服务细分板块净利率水平下降：餐饮净利率下降 6.09pct，自然景点净利率下降 4.21pct，其他休闲服务下降 1.39pct（主要是科锐国际的低毛利率业务灵活用工占比显著提升、新并表的国创高新毛利率低于上年同期科锐国际水平的影响），而酒店、旅游综合、人工景点净利率分别提升 0.95、3.52 和 10.67pct。

行业整体期间费用率提高 0.31pct 至 31.84%：餐饮、旅游综合板块分别提升 2.86、6pct；人工景点期间费用率下降，主要得益于宋城演艺的期间费用优化。

图表 18 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)

子行业	2018Q1			2019Q1			毛利率变化	期间费用率变化	净利率变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	53.25%	46.87%	4.40%	49.02%	49.73%	-1.69%	-4.23%	2.86%	-6.09%
酒店	86.71%	84.90%	5.01%	85.44%	82.72%	5.96%	-1.27%	-2.18%	0.95%
旅游综合	28.62%	17.17%	8.30%	35.72%	23.13%	11.82%	7.10%	5.96%	3.52%
人工景点	57.93%	29.60%	23.69%	48.65%	11.15%	34.36%	-9.28%	-18.45%	10.67%
自然景点	36.44%	28.04%	10.35%	37.16%	27.17%	6.14%	0.72%	-0.88%	-4.21%
其他休闲服务	14.90%	7.77%	7.16%	14.31%	7.17%	5.77%	-0.59%	-0.60%	-1.39%
全行业(整体)	41.21%	31.53%	8.07%	43.77%	31.84%	11.56%	2.56%	0.31%	3.48%

资料来源: wind, 华创证券

二、各细分板块业绩状况

考虑到很多公司主业相比上市之初发生了重大变化，按照主业重新划分几大板块。

图表 19 华创社服行业子板块 (按主业分类)

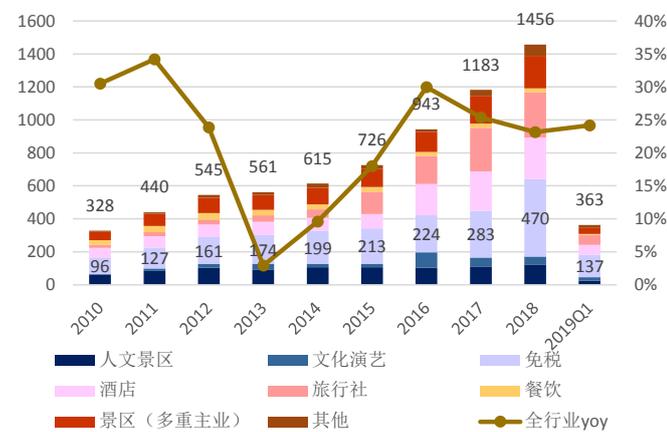
子板块	上市公司
人文景区	中青旅
文化演艺	宋城演艺、三湘印象
免税	中国国旅
酒店	华天酒店、锦江股份、金陵饭店、首旅酒店
旅行社 (出境游)	众信旅游、凯撒旅游、岭南控股 (广之旅部分)
餐饮	全聚德、西安饮食、ST 云网

子板块	上市公司
景区（多重主业）	三特索道、北部湾旅、九华旅游、张家界、西安旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、腾邦国际、黄山旅游、国旅联合、大连圣亚、曲江文旅、西藏旅游、长白山、大东海 A、天目湖、海航创新
其他	科锐国际、国创高新

资料来源：华创证券

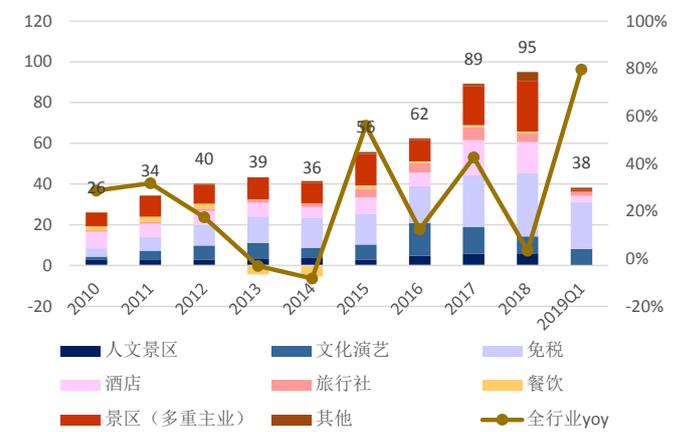
营收方面 2018 年免税、旅行社、酒店依然是占比最大的板块，分别为 32.28% (+8.36pct)、18.83% (-3.55pct) 和 17.32% (-2.97pct)；剩余景区、文化演艺、餐饮、景区（多重主业）、其他的营业收入占比分别为 8.42%、3.33%、1.62%、13.56% 和 4.63%。从归母净利润角度分析，免税占比最大，2018 年上升 5.2pct 占比达到 33.67%，其次景区（多重主业）、酒店、文化演艺归母净利润占比分别为 27.17%、16.75% 和 9.05%。在各板块中文化演艺净利率水平最高，2018 年约 16%，其次是景区（多重主业），其净利率水平约 13%，免税净利率 8.37%（其中有旅行社业务的稀释）。

图表 20 自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)



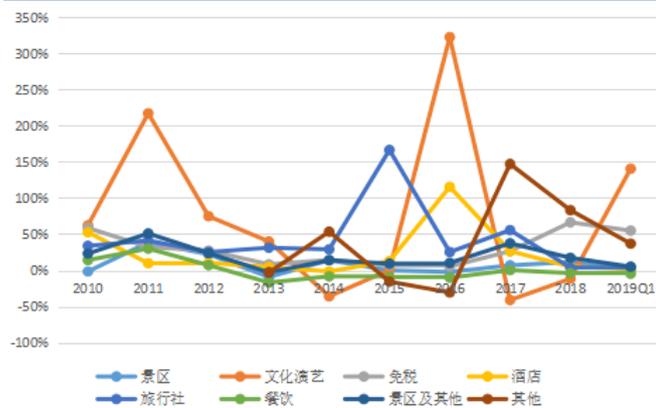
资料来源：wind、华创证券

图表 21 自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)



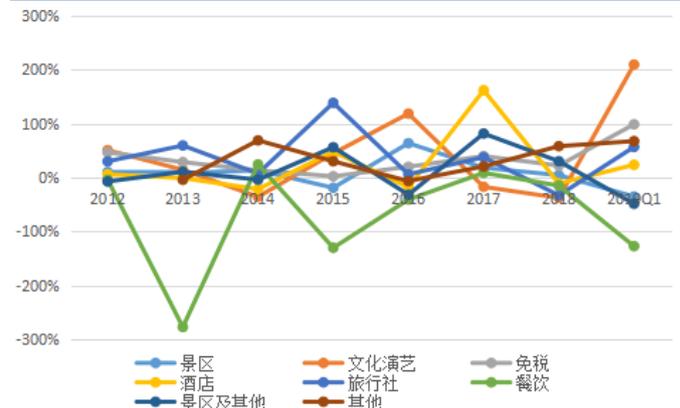
资料来源：wind、华创证券

图表 22 自定义各板块营收 yoy (%)



资料来源：wind、华创证券

图表 23 自定义各板块归母净利润 yoy (%)



资料来源：wind、华创证券

营收方面 2019Q1 免税、酒店、旅行社占比分别为 37.70% (+7.44pct)、16.71% (-3.35pct) 和 15.98% (-3.49pct)；剩余景区、文化演艺、餐饮、景区（多重主业）、其他的营业收入占比分别为 7.00%、5.86%、1.53%、10.20%、5.01%。免税归母净利润占比最大，2019Q1 上升 5.95pct 占比达到 61.71%（受处置旅行社资产的投资收益影响约 7 亿元），其次文化演艺、酒店、旅行社归母净利润占比分别为 20.11%、8.20%、5.53%。

三、重点公司 2018 及 2019Q1 经营情况回顾

(一) 免税行业：中国国旅

2018 年免税行业继续变革，中免作为免税板块唯一的上市公司，成为行业一枝独秀，目前已占据我国免税主要核心消费场景。全国免税 395 亿元的销售总额中 343.55 亿元由中免贡献。

1. 2018 年业务概况

1) 公司业绩概况

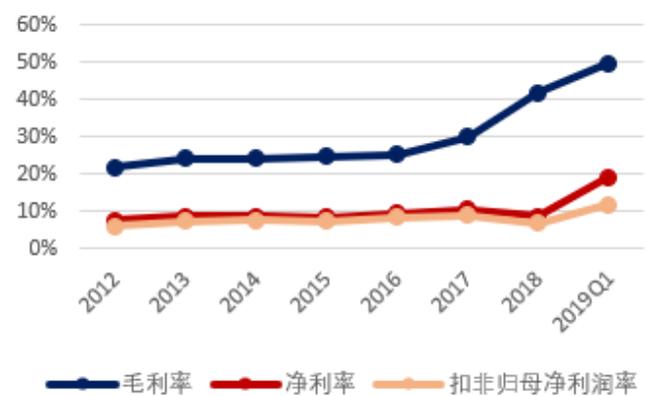
2018 年，中国国旅营业收入为 470.07 亿元 (+66.21%)，实现营业利润 54.26 亿元 (+40.81%)，利润总额 53.36 亿元 (+39.17%)，归母净利润 30.95 亿元 (+22.29%)。2018 年公司通过收购日上上海、巩固优化现有离岛免税业务和开展首都机场及香港机场免税业务带来收入增量 173.23 亿元，归母净利润增量 5.04 亿元。因毛利率较高的商品销售业务占比提升 (55.99% → 73.64%)，2018 毛利率为 41.11% (+11.93 pct)。

图表 24 中国国旅营业收入及增速 YOY



资料来源: wind, 华创证券

图表 26 中国国旅历年盈利能力

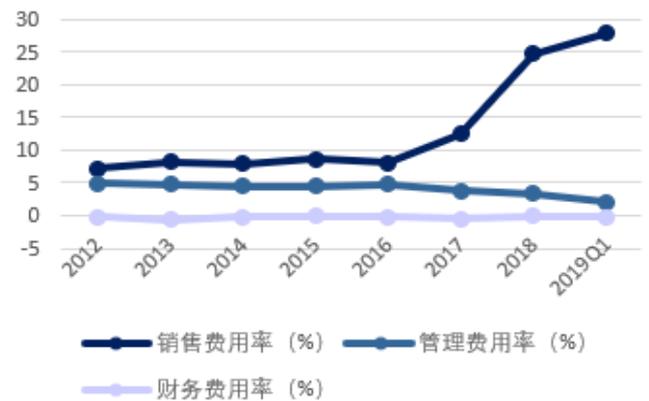


资料来源: wind, 华创证券

2) 商品销售业务

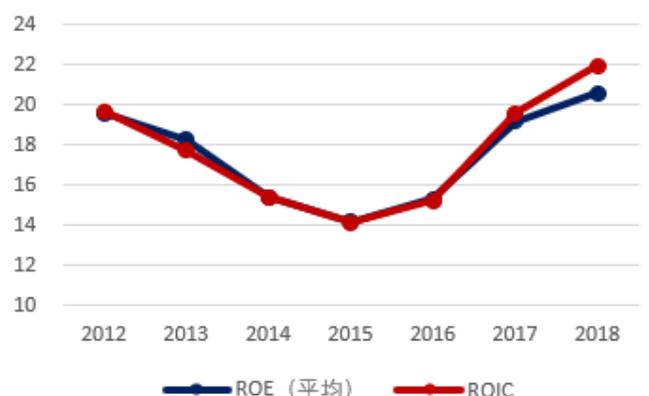
2018 年商品销售业务营收 343.35 亿元 (+119.81%)，毛利率为 52.24% (+7.67pct)。中免收购日上中国和日上上海后，对免税商品采购渠道进行了整合优化，采购议价能力明显提升。免税营收 332.27 亿元 (+123.59%)，毛利率为

图表 25 中国国旅历年期间费用率



资料来源: wind, 华创证券

图表 27 中国国旅历年 ROE 及 ROIC



资料来源: wind, 华创证券

53.09% (+7.36pct)；有税营收 11.08 亿元 (+45.90%)，毛利率为 26.91% (+4.84pct)。

三亚海棠湾免税店、上海机场并表（并表时间为 3-12 月）、首都（T2+T3）营收分别为 80.10 亿元 (+31.66%)、104.51 亿元、73.89 亿元；日上中国营收 67 亿元。三亚海棠湾免税营收增长 32.46% 至 77.71 亿元，接待 597 万人次，购物转化率维持上半年 28.5% 的水平，购物人数达 170 万人次，客单价提高 92 元 (+2.07%) 至 4571 元。

利润方面：中免公司净利润 30.78 亿元 (+23.49%)，净利率为 8.93%。分部看：三亚国际免税城实现 11.06 亿元净利润，日上上海和日上中国分别贡献 4.67 亿元和 1.76 亿元；净利率分别为：13.81%，8.76%，5.11%。

经营活动现金流量净额为 27.22 亿元。2018 年净增 2.22 亿元库存商品的跌价准备。主要因销售积分增加导致递延收益翻番，达到 1.48 亿元，递延收益将会对未来年度利润产生一定影响——如使用积分抵扣则加速确认收益，若积分未使用则到期后一次性确认收益。

3) 费用情况

销售费用：因机场扣点因素同比增长 228.75% 达到 116 亿元，其中租赁费增加约 70 亿元至 89 亿元，我们预计租赁费用增量大致如下：日上上海增量约 35 亿元左右，首都增量约 10 亿元，香港约 10 亿元，广州约 4 亿元，此外包含 2018 年新开店费用增量及部分店面的改造。

管理费用增长 47.92% 至 16 亿元。

财务费用：利息收入增加 1.8 亿元，但汇兑损失 1.17 亿元（上年同期汇兑产生收益 4428 万元），汇兑损失增加导致财务净收益同比下降，财务费用为 -698 万元，上年同期为 -1.43 亿元。

2018 年公司加强了对员工的激励，支付给职工及为职工支付的现金增长 44% 至 24.4 亿元。销售费用中职工薪酬增长 54%，管理费用增长 47.92%（其中职工薪酬增长 72.26%）、应付职工薪酬增加 7.08 亿元都有部分原因来自业绩增长对应的薪酬增加。

2. 公司 2018 年至今业务突破

2018 年公司免税业务继续取得突破性进展，并购日上上海 51% 股权，中标上海浦东、虹桥机场 7 年免税业务经营权，成功获得嘉年华旗下歌诗达邮轮免税经营权，与泰国皇权集团股权合作取得澳门国际机场免税经营权并顺利开业。通过在政策窗口期的积极布局，公司免税业务在国内、国际市场上的影响力和竞争力得以提升，在免税商品议价能力、品牌引进、盈利能力方面均得到有效提高。公司确立了国内免税市场的优势地位。

在零售运营方面，广州机场 T2 出境店顺利开业；杭州机场、昆明机场等出境店完成了改扩建工程；广州机场 T1 出境店、杭州机场出境店、青岛机场出境店等重要机场合同完成续签工作；南京机场、广州机场 T2 进境店开业；杭州机场、成都机场进境店扩大经营面积。

采购方面，公司借助对日上中国、日上上海的并购，对内加快推进日上海外采购体系整合，基本完成商品对接、人员对接、流程对接，对外加强与供应商的谈判力度，采购毛利率进一步提升；同时积极响应市场需求，优化商品结构，着重丰富北京、上海、广州、香港等大型免税渠道的产品线，引导消费升级。

2019 年 2 月，国旅总社已办妥工商变更登记手续。2019-1-17，海免 51% 股权工商过户登记手续办理完毕，成为公司控股股东中国旅游集团的控股子公司；中国旅游集团与公司、海免公司签署了《股权委托管理协议》，海免 51% 股权由公司托管，后续旅游集团将尽快启动将其所持海免公司 51% 股权注入公司的程序；2019 年 4 月 25 日公司董事会通过海免与中免签订的为期三年的供货合同，相应批发利润将进表。

2019 年 3 月 13 日，中免公司确定中标北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目第一标段、第二标段，4 月 10 日，中免公司与北京首都机场商贸签署了中标合同。

2019 年 5 月 1 日青岛、厦门两地市内免税店恢复开业，面积分别为 355 和 331 平方米，均采用“店内买单、口岸提货”模式，目前仅服务境外游客。年内北京、上海、大连三地市内店开业在即。

3. 2019Q1 业绩情况

2019Q1 公司营收 137 亿元 (+54.72%)，归母公司净利润 23.06 亿元 (+98.8%)，扣非后为 15.89 亿元 (+37.37%)，与我们预期符合（我们预计 16.08 亿元经营归母净利润，误差 1%）；扣非后 eps 为 0.814。非经常性损益中处置旅行社投资收益 9 亿元，影响利润约 7 亿元。

旅行社 2 月已完成工商变更登记，预计并表收入约 6-7 亿元左右。

免税收入预计翻番：2018Q1 报表中未包含日上上海业务，结合上海机场 19Q1 报表，我们预计 2019Q1 日上上海延续去年高增长，营收约 35-40 亿元左右，对应 18Q1 公司免税业务（基数为 64.3 亿元）增长 55-60% 左右，日上中国和海棠湾免税销售额内生增速预计增长 30% 左右。此外为香港、广州等地增量。

并表日上上海后机场较高扣点带动下，19Q1 公司销售费用率继续抬升，相比 18Q1 增长 9.89pct 至 27.839%，管理费用率下滑 0.54pct 至 2.07%，财务费用率为 -0.22%。

剥离旅行社、并表日上上海后，高毛利率的免税商品销售收入占比进一步提升，公司整体毛利率水平也愈加接近免税主业；同时随着规模扩张、采购渠道整合，公司毛利率水平提升，2019Q1 毛利率相比上年同期提升约 10pct，净利率提升 4.58pct；roe（加权）/roic 分别比去年同期提升 5.31pct/5.19pct，达到 13.28%/12.84%，盈利能力明显提升。

4. 投资建议

在 2018Q1 高增速 (+61.27%)、高基数 (11.6 亿元) 基础上，2019Q1 公司依然获得 37%+ 的扣非利润增速，扣除日上上海并表因素预计内生 20%+ 增速；虽 2019Q2 起并表因素消失，但 2018 同期由于香港机场费用、汇兑损失、离岛特许费用一次性影响及存货跌价准备、积分递延收益等影响，2019 年考虑白云机场贡献提升、香港机场预计扭亏等因素，我们预计全年业务增速约 30%（暂不考虑海免批发利润进表和市内免税店），叠加处置旅行社投资收益约 7 亿元利润影响，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 48（内生增长 30% 左右）、63.8 和 74 亿元（2019-2020 年原预测为 50、62.2 亿元），对应当前市值 2019 年为 31 倍 pe。目前公司推进市内店向国人开放的政策，消费回流大背景下，免税是重要的渠道，市内免税店是核心着力点之一，对公司也将意义重大。基于业绩增长和未来消费回流空间，我们给予 2019 年 35-40 倍估值空间，上调目标价至 90 元。

风险提示：宏观经济增速超预期下滑，免税政策不及预期，开店进度不及预期等。

（二）餐饮：广州酒家

2018 年营收 25.37 亿，yoy+15.89%，归母净利润 3.8 亿，yoy+12.19%。

18Q4 单季度实现营收 5.23 亿（17 同期 4.99 亿，yoy+5%），营收小幅增长；归母净利润 0.84 亿（17 同期 1.42 亿，yoy-41%），同比有明显下滑：

- 营收端：受 18 年中秋提前影响，增速环比下降；月饼销售确认集中在 Q3（18 中秋为 9 月 24 日，17 中秋为 10 月 4 日；17Q4/18Q3 营收同比 20pct+，明显快于其他季度）；
- 费用端：受研发投入、新店和销售渠道营销投入影响，费用率有所攀升（18Q4 单季度销售费用 1.1 亿，yoy+43%；管理费用 0.59 亿，yoy+39%）。同时，预计股权激励、员工年金计提等，对公司产生了一定的一次性费用影响。

公司 17 年之前财务报表极为优美，高净利率（16%）、高分红、良好收现比（全额回款）、高 roic（26%）、低负债率，且与同类公司相比，体现出良好的销售费用控制。我们认为，以餐饮树立起来的品牌，用食品制造业变现是

最好的盈利模式；欢乐聚会的场景以较低的渠道成本进行进一步延伸，品牌对下游 c 端议价能力较强，营销成本低，而成本端相对更可控，带来良好的投资回报。而在公司上市之后，募投项目建设+股票期权+新渠道投放，短期内成本攀升不可避免；在产能投放阶段，应更关注规模指标（产能、产品线、渠道）而非利润指标。

维持对公司推荐不变。我们强调看好“餐饮树品牌，食品出业绩”的模式，并认为产品、品牌俱佳的广州酒家迎来了扩品类、铺渠道、走出广东的最佳发展窗口。短期业绩波动不改变我们对公司判断，如遇调整即可关注。

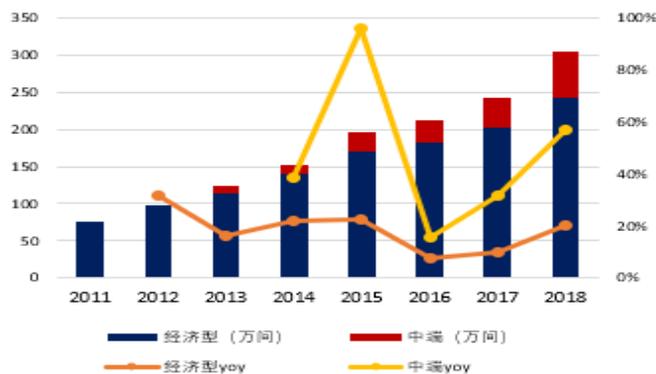
风险提示：食品安全事故；异地拓展不及预期。

（三）酒店行业

1.酒店板块回顾

2018 年连锁酒店客房数增长 26.24%，其中中高端增速 57.24%、经济型增长 20.04%，目前连锁酒店客房数规模超过 305 万间。酒店集团经历了较为快速的扩张，华住、首旅、锦江、格林豪泰分别开业 723、622、1243、554 家酒店，净增 484、337、749、468 家。三大酒店集团加盟模式、中高端趋势明显：2018 年底，华住、首旅、锦江直营酒店占比分别为 16.5%（-1.4pct）、22.8%（-3.1pct）和 13.6%（-2.2pct）；中高端占比分别为 31.6%（+11pct）、17.8%（+4.2pct）、33.09%（+8.23pct），至 2019Q1 中高端占比继续提升，分别达到 33.7%、18.2%和 34.95%。

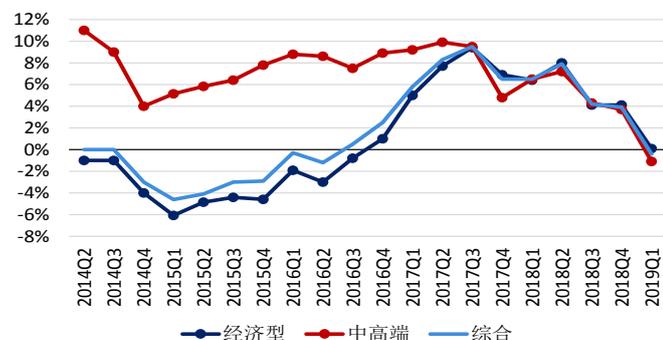
图表 28 近年我国连锁酒店规模（按客房数）



资料来源：盈蝶咨询、华创证券

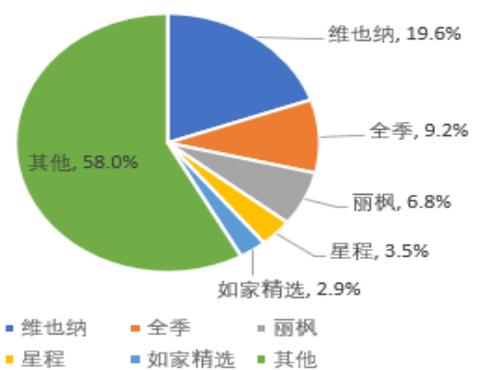
华住数据连贯性强且时间较长，代表行业变化趋势，2018 年下半年华住同店 occ 同比下滑，但 adr 提升带动 revpar 依然正增长，到 2019Q1 同店 revpar 在经历十余个季度的正增长后首降。酒店业经营数据回暖或将需要一定时间。

图表 30 华住同店 revpar 变化



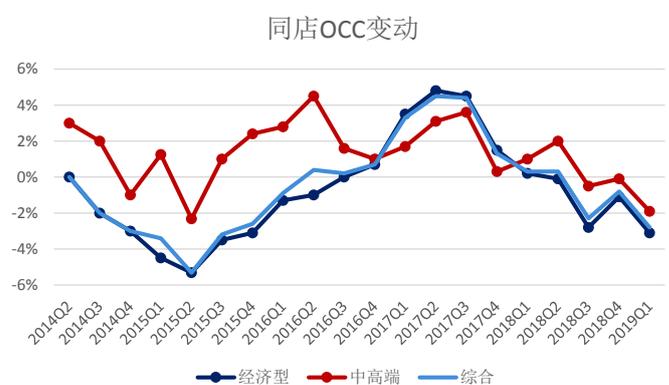
资料来源：盈蝶咨询、华创证券

图表 29 中端连锁酒店 CR5（截止 2019 年 1 月 1 日）



资料来源：盈蝶咨询、华创证券

图表 31 华住同店 occ 变化



资料来源：盈蝶咨询、华创证券

2. 首旅酒店

2018 年实现营收 85.39 亿元 (+1.45%)，归母净利润 8.57 亿元 (+35.84%)，扣非后归母净利润同比增长 15.99% 至 6.9 亿元，非经常性损益主要是出售燕京饭店 20% 股权影响净利润 9459 万元（税前为 1.26 亿元），每股收益 0.8755 元；拟每股派发 0.11 元红利。2018Q4 营收 21.7 亿元，归母净利润 0.56 亿元，扣非后为 0.26 亿元。

1) 酒店数量级经营数据

2018 年公司新开 622 家酒店，其中直营 44 家（均为中高端和其他类型酒店）；经济型 208 家，中高端 243，其他 171 家（管理输出 155 家）。截止 2018-12-31 公司酒店家数 4049 家（含境外 1 家），客房数 39.76 万间，中高端酒店数及房量占比分别 17.8% 和 21.9%（比上年同期提升 4.2 和 4.5pct），中高端化趋势明显；直营酒店及房间数分别 925 家和 10.83 万间。截止 2018 年底公司已签约未开业及正在签约酒店有 530 家。

图表 32 首旅酒店 2018 年酒店数

单位	经济型		中高端		其他		合计	
	家数	客房间数	家数	客房间数	家数	客房间数	家数	客房间数
如家	2963	288799	623	61704	304	17360	3890	367863
首旅	62	4308	97	25390	-	-	159	29698
合计	3025	293107	720	87094	304	17360	4049	397561

资料来源：公司公告、华创证券

2018 年公司经营数据：

如家：同店数据看，中高端 OCC 下滑相对较小，ADR 带动 RevPAR 增长。全口径看由于中高端占比提升，结构性带动 ADR、RevPAR 增长；而中高端酒店 ADR 受全年新开店影响较大，我们预计度过爬坡期后回归正常水平；除此之外虽 OCC 下滑，但 RevPAR 在 ADR 提振作用下同比上升。

图表 33 如家酒店 2018 年经营数据

	全部酒店						同店（开业 18 个月以上）						
	revpar	yoy	adr	yoy	occ	Δ	酒店数	revpar	yoy	adr	yoy	occ	Δ
经济型	143	1.90%	170	4.30%	84.00%	-1.9	2640	144	2.70%	170	5.20%	84.60%	-2
-直营	129	1.30%	160	4.00%	80.70%	-2.2	702	129	1.90%	160	5.70%	80.70%	-3
-特许管理	149	1.50%	174	3.80%	85.30%	-2	1938	151	3.00%	175	5.00%	86.40%	-1.6
中高端	238	-5.00%	308	-1.50%	77.10%	-2.8	244	277	2.30%	337	3.60%	82.40%	-1
-直营	255	-3.00%	330	1.30%	77.10%	-3.4	98	279	2.60%	342	3.50%	81.50%	-0.8
-特许管理	228	-5.00%	295	-2.30%	77.20%	-2.2	146	276	2.10%	330	3.70%	83.40%	-1.3
小计	156	4.20%	188	7.40%	83.00%	-2.5	2884	154	2.80%	183	5.20%	84.50%	-2
-直营	151	5.50%	189	8.90%	80.00%	-2.6	800	148	2.30%	183	5.70%	80.80%	-2.7
-特许管理	159	3.70%	188	6.70%	84.30%	-2.5	2084	157	3.00%	182	4.90%	86.20%	-1.6

资料来源：公司年报、华创证券（注：不含公寓和管理输出酒店 RevPAR 数据）

首旅旗下存量酒店数据如下:

图表 34 首旅酒店 2018 年存量酒店数

	revpar	yoy	adr	yoy	occ	Δ
经济型酒店	122	6.4%	162	3.0%	75.2%	2.4
中高端酒店	280	1.2%	467	0.9%	59.9%	0.2
合计	250	1.4%	397	0.4%	62.9%	0.7

资料来源: 公司年报、华创证券

截止 2018 年底公司拥有会员 1.1 亿, 全年公司自有渠道入住间夜数占比近 80%。

2) 公司各版块业务营收及利润概况:

主要子公司: 如家营收 71.54 亿元 (+1.45%), 归母净利润增长 25.54% 至 8.11 亿元。南山景区 2018 年接待游客量 498.76 万人次 (+1.9%), 营收 4.5 亿元 (+1.26%), 净利润同比增长 20.03% 达到 1.31 亿元。

分版块看:

- 酒店管理业务因公司加大对酒店特许业务的开拓力度而使营收增长 10.70% 至 14.33 亿元, 2018 年新增开业特许酒店 578 家, 比 2017 年新开业特许酒店 472 家新增 106 家; 酒店运营业务营收略降 0.33% 达到 66.55 亿元, 因吸引客源加大送早餐优惠促销, 该业务毛利率略微下降 0.48pct; 景区运营营收增速 1.26%, 主要是①客流增长 1.9%+②2018.8 起门票留存比例从 40% 提升至 50%, 此外商品销售从采购销售转变为场地出租业务模式, 毛利率提升 2.35pct。
- 酒店业务利润总额大增 30.07%, 景区业务利润总额获 18.8% 增速。业绩增长主要是控制成本降低费用, 偿还部分银行贷款减少了财务费用, 对利润影响分别约 8939 万元和 5060 万元。此外公司出售燕京饭店 (20%)、首汽股份 (10%) 等股权获得 1.44 亿元投资收益。

3) 期间费用变化主要是业务结构变化所致:

- 销售费用下降: ①因直营酒店放量减少及部分资产折摊期满使得折摊费用减少 5573 万元, ②直营酒店数量减少降低了租赁费用 (3957 万元) 和职工薪酬 (1217 万元)。
- 管理费用同比增长 10.48%, 主要是①特许店数量增长→特许店长总人工成本增加 6368 万元, ②IT 维护外包项目使得中介机构咨询费同比增加 2247 万元。
- 公司偿还部分贷款, 减少财务费用约 5060 万元。

4) 股权激励: 2018 年 11 月 27 日公司发布股权激励方案, 拟向包括董事、高管及中层管理人员、核心骨干在内的不超过 286 人授予不超过 971 万股限制性股票, 约占公司总股本的 0.99%, 首次授予价格为 8.63 元/股; 分 24、36、48 个月后三期解锁 (分别解锁 40%、30%、30%)。股权激励考核指标如下:

图表 35 首旅酒店股权激励考核指标

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数, 2019 年度净利润增长率不低于 20%, 2019 年度每股收益不低于 0.7295 元, 且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2019 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 34%。
第二个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数, 2020 年度净利润增长率不低于 30%, 2020 年度每股收益不低于 0.7903 元, 且上述指标都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2020 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 36%。
第三个解除限售期	以 2017 年度净利润为基数, 2021 年度净利润增长率不低于 40%, 2021 年度每股收益不低于 0.8511 元, 且上述指标

解除限售期	业绩考核条件
	都不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平;2021 年度中高端酒店营业收入占酒店营业收入不低于 38%。

资料来源：公司公告、华创证券

按照上述指标及 2018 年实际业绩，对应 2019-2021 年扣非归母净利润增速分别为 3.46%、8.33%、7.69%，分别达到 7.14、7.74、8.33 亿元。

公司股权激励方案已在 2019 年 2 月 2 日获国资委正式批复，计划将在年内完成实施，实现更好的激励效应。

5)19Q1 如家酒店 OCC 继续下滑，比去年同期降 2.5pct 至 76.7%，带动 revpar 下降 0.5% 至 137 元。经济型酒店 revpar 为 126 元(-2.3%)，occ 比去年同期下滑 1.9pct 至 78.5%；中高端酒店 revpar 为 193 元(-8%)，occ 下降 2pct 至 68.5%。

图表 36 2019Q1 如家酒店经营数据

项目	revpar		adr		occ	
	19Q1	yoy/%	19Q1	yoy/%	19Q1	Δ/%
经济型酒店	126	-2.3%	160	0.1%	78.5%	-1.9
-直营	115	-0.1%	150	0.3%	76.4%	-0.3
-特许管理	130	-3.4%	164	-0.1%	79.3%	-2.7
中高端酒店	193	-8.0%	281	-5.2%	68.5%	-2.0
-直营	210	-6.6%	305	-2.8%	68.8%	-2.8
-特许管理	184	-7.6%	269	-5.6%	68.4%	-1.4
小计	137	-0.5%	179	2.7%	76.7%	-2.5
-直营	134	1.9%	179	3.3%	74.8%	-1.1
-特许管理	139	-1.6%	179	2.5%	77.5%	-3.2

资料来源：公司公告、华创证券

经济影响且去年较高基数下如家同店数据同样有所恶化：截止 2019-3-31 的 2923 家如家成熟酒店全部 revpar 为 135 元(-3.0%)，平均房价基本与去年持平，出租率下降 2.5pct 至 78.4%。经济型酒店和中高端酒店 revpar 分别为 127 元(-2.4%)、217 元(-6.8%)；出租率分别为 79.1%(-2.3pct)和 71.7%(-4.5pct)。

图表 37 2019Q1 如家酒店同店经营数据

项目	酒店数量	revpar		adr		occ	
		19Q1	yoy/%	19Q1	yoy/%	19Q1	Δ/%
经济型酒店	2,641	127	-2.4%	160	0.4%	79.1%	-2.3
-直营	695	115	-0.6%	150	0.6%	76.4%	-1.0
-特许管理	1,946	132	-3.0%	164	0.4%	80.3%	-2.8
中高端酒店	282	217	-6.8%	303	-0.9%	71.7%	-4.5
-直营	101	224	-6.6%	317	-0.2%	70.6%	-4.9
-特许管理	181	211	-6.9%	290	-1.6%	72.6%	-4.2
小计	2,923	135	-3.0%	173	0.1%	78.4%	-2.5
-直营	796	130	-2.1%	173	-0.1%	75.5%	-1.5
-特许管理	2,127	138	-3.4%	173	0.2%	79.7%	-2.9

资料来源：公司公告、华创证券

6) 2019 年目标: 营收 86-88 亿元, 新开酒店数量不低于 800 家, 其中中高端占比 50%+。公司将通过对存量酒店升级改造来提高产品质量, 加大中高端和特许店发展力度来加快拓店——力争中高端酒店整体收入超过集团酒店收入的 35%, 特许店在新开店总数中占比将超 95%; 此外, 公司也将加大与国内、国际酒店合作深度。此前公司已开始尝试中端创意酒店 Yunik hotel、度假综合园如家小镇、灵活功能板块漫空间及漫次元产品; 与凯悦酒店成立定位中高端酒店的合资公司且合资公司完全市场化运作, 预计将在 2020 年上半年于北京、上海开业直营店, 未来几年内加盟店达到百家规模。中高端占比提升, 存量酒店升级改造及创新业务将带领公司更高质量增长。

风险提示: 宏观经济增速超预期下降、扩张速度风险、新业务推进不力等。

3. 锦江股份

2018 年公司实现营收 146.97 亿元 (+8.21%), 归母净利润增速 22.76% 至 10.82 亿元, 扣非后增速为 9.88% 达到 7.39 亿元, 非经常性损益主要是出售长江证券等股票获得 2.8 亿元投资收益。经营性现金流量净额为 35.15 亿元 (+8.1%)。EPS 为 1.13 元/股, 每股分红将达 0.6 元。第四季度营收 37.4 亿元, 归母净利润 2.1 亿元, 扣非后为 0.62 亿元, 营收和扣非归母净利润全年占比分别为 25% 和 8%, 第四季度归母净利润大幅下滑主要是管理费用较大幅度增长 (+36%)。

公司利润增长主要源自: 铂涛、维也纳营收与利润增长; 上海、杭州、苏州和无锡肯德基投资收益同比增加; 锦江之星动迁补偿收益; 出售长江证券股票投资收益同比增加; 法国卢浮因适用的所得税税率下调带来的递延所得税负债同比减少。2018 年 1 月 12 日公司收购 Prototal 持有的铂涛 12.0001% 股权 (收购价格 12 亿元), 持股比例上升至 93.0005%, 铂涛利润贡献有所增加。2019 年 1 月 14 日, 公司收购 Fortune 持有的 Keystone3.03815% 的股权和 Ever 持有的 Keystone0.46010% 的股权 (合计 3.49825% 的股权), 至此持有 Keystone 股权比例为 96.5%。

1) 有限服务型酒店业务营业收入 144.6 亿元 (+8.5%), 相应分部净利润 8.75 亿元 (+2.69%)。其中, 境内营收 103.6 亿元 (+9.76%), 占比 71.63%, 归母净利润 6.06 亿元 (+9.74%); 境外 41.0 亿元 (+5.43%), 归母净利润 3448 万欧元合 2.69 亿元 (-12.26%, 主要由于所得税税率下调影响比上年同期减少)。前期服务费收入 5.9 亿元 (+18.57%), 持续加盟费收入 20.38 元 (+4.65%); CRS、会员卡收入分别为 1.12 (+39%)、3.56 亿元 (+4.45%)。

分品牌系列看: 锦江系营收 28.3 亿元 (+3%), 归母净利润 1.24 亿元 (-47%); 其中金广快捷计提 2000w 商誉减值 (至此已全部计提)。铂涛系列营收 43 亿元 (+9%), 归母净利润 4.06 亿元 (+50%); 关闭亏损店及中高端占比提升。维也纳系列营收 27 亿元 (+20%), 归母净利润 2.6 亿元 (+12.5%); 利润增速放缓预计是因为处于快速扩张期。卢浮营收 41 亿元 (+3%), 归母净利润 2.6 亿元 (-4%)。

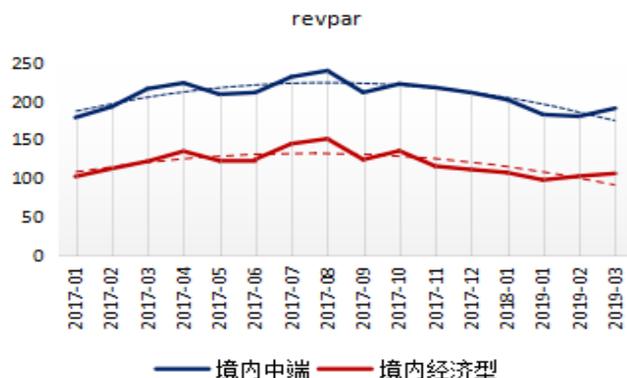
中端占比提高及 ADR 提升, RevPAR 结构性上升; 境内酒店入住率均有所下滑。

图表 38 锦江酒店 2018 年全年经营指标

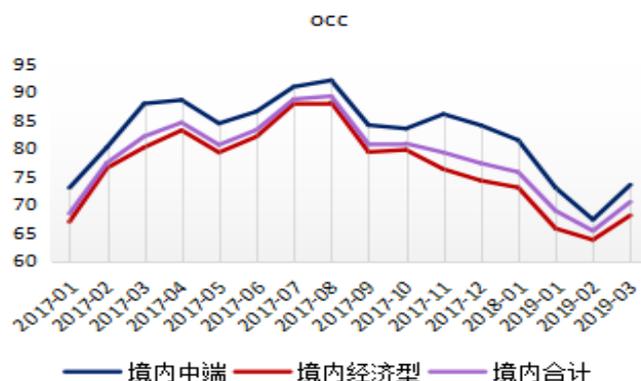
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	Yoy
境内	平均房价 (元/间)		平均出租率 (%)		RevPAR (元/间)		
中端	263.92	251.87	81.73	85.35	215.7	214.97	0.34
经济型	162.07	157.2	76.49	79.56	123.97	125.07	-0.88
平均	201.89	184.45	78.45	81.14	158.38	149.66	5.83
境外	平均房价 (欧元/间)		平均出租率 (%)		RevPAR (欧元/间)		
中端	64.57	66.82	57.74	57.6	37.28	38.49	-3.12
经济型	53.18	52.81	67.47	66.42	35.88	35.08	2.28
平均	56.26	56.93	64.53	63.56	36.3	36.18	0.33

资料来源: 公司年报、华创证券

图表 39 锦江酒店境内 RevPAR 变动



图表 40 锦江酒店境内 OCC 变动

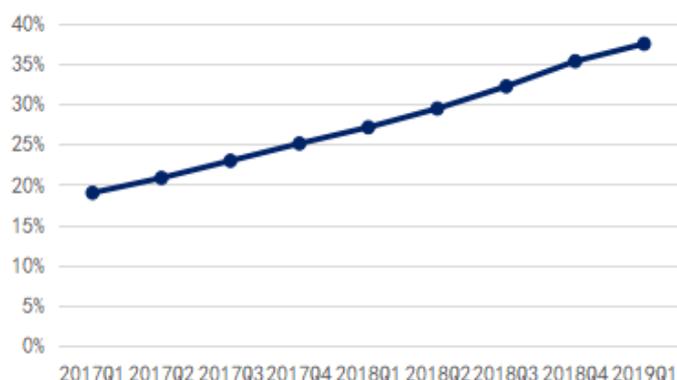


资料来源：公司年报、华创证券

资料来源：公司年报、华创证券

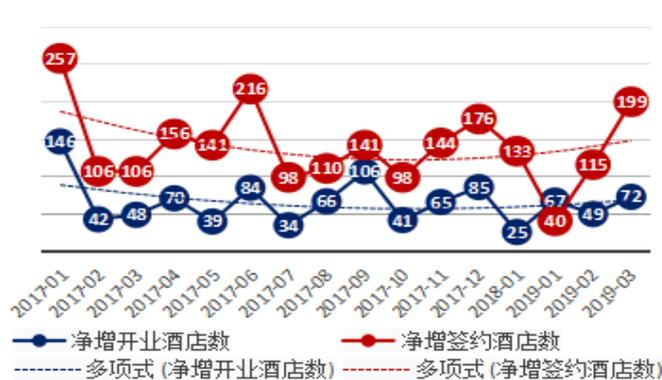
中端+加盟为发展趋势。2018 年公司新开业酒店 1243 家，退出 494 家，净增 749 家，其中直营 43 家，加盟 792 家。截至年末已开业 7443 家酒店，加盟占比从去年的 84.24% 提升至 86.40%；客房总数达到 73.27 万间，加盟占比为 84.25%。2017 年锦江中端酒店占比为 24.86%，2018 年中端酒店数和房量占比分别达到 33.09% 和 41%。已签约酒店 10898 家，加盟占比 90.5%；已签约酒店客房规模 110.82 万间（加盟占比 89.3%）。已签约酒店分布于我国 31 个省市的 332 个地级市及省直属管辖县市、境外 67 个国家和地区。截至 2018 年底，公司会员总数达到 1.82 亿人。

图表 41 锦江境内中端酒店占比



资料来源：公司年报、华创证券

图表 42 锦江每月净增开业/签约酒店数量



资料来源：公司年报、华创证券

图表 43 锦江酒店 2018 年酒店规模及结构

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	2463	33.09	303072	41.36
经济型酒店	4980	66.91	429629	58.64
全部酒店	7443	100	732701	100
其中：直营店	1012	13.6	115411	15.75
加盟店	6431	86.4	617290	84.25

资料来源：公司年报、华创证券

几大龙头酒店集团中锦江股份依然扩张最快，并坚定转向轻资产发展方向，且中端占比持续提升。相对经济型酒店而言，中端酒店对区位、周边环境、物业框架条件等都要求都更加严格，优质的物业资源相对有限。在快速扩张战

略下，公司可吸纳更多优质物业。

公司预计 2019 营收 153 亿元 (+4.09%)，其中境内 111 亿元 (+4.72%)；境外 5.4 亿欧元 (+2.46%)。2019 年度计划新增开业连锁有限服务型酒店 900 家，新增签约连锁有限服务型酒店 1500 家。2019Q1 全部有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为 31.73 亿元~35.07 亿元，其中境内 22.8 亿元~25.2 亿元，境外 1.14 亿欧元至 1.26 亿欧元。

2) 食品及餐饮业务营业收入 2.36 亿元 (-7.14%)，分部净利润 1.8 亿元 (+17.98%)。收入下降主要是锦亚餐饮营收下降，锦江同乐关闭 1 家门店共同导致，锦江食品营收同比增长。净利润增长主要是：①上海肯德基、新亚富丽华营收增长，投资收益比上年同期增加（影响约 1700 万元）；②以“成本法”核算投资收益的苏州肯德基、无锡肯德基和杭州肯德基股利比上年同期增加（影响约 1400 万元）等共同影响所致。

3) 19Q1 经营状况

截止 Q1 末公司已开业酒店合计为 7631 家，可防水糊 75.59 万间；已经签约的酒店规模合计达到 11252 家，已经签约的酒店客房规模合计达到 1,148,457 间。

图表 44 锦江酒店 2019Q1 酒店规模及结构

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	2,667	34.95	327,674	43.35
经济型酒店	4,964	65.05	428,218	56.65
全部酒店	7,631	100.00	755,892	100.00
其中：中端直营店	116	1.52	21,390	2.83
经济型直营店	887	11.62	92,880	12.29
中端加盟店	2,551	33.43	306,284	40.52
经济型加盟店	4,077	53.43	335,338	44.36

资料来源：公司公告，华创证券

19Q1 境内中端和经济型酒店 revpar 下滑（ADR 微涨，occ 下降），结构性变化整体 RevPAR 略有上升。境外中端酒店表现较好。

图表 45 19Q1 锦江境内酒店经营数据

	平均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
	19Q1	18Q1	yoy	19Q1	18Q1	Δ (pct)	19Q1	18Q1	yoy
中端	259.85	255.77	1.60%	73.55	78.33	-4.78	191.12	200.34	-4.60%
经济型	155.95	154.59	0.88%	68.11	73	-4.89	106.22	112.85	-5.88%
平均	203.89	190.06	7.28%	70.52	74.79	-4.27	143.78	142.15	1.15%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 19Q1 锦江境外酒店经营数据

	平均房价 (欧元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (欧元/间)		
	19Q1	18Q1	yoy	19Q1	18Q1	Δ (pct)	19Q1	18Q1	yoy
中端	64.25	62.72	2.44%	54.56	51.95	2.61	35.05	32.58	7.58
经济型	51.95	51.28	1.31%	60.62	62.46	-1.84	31.49	32.03	-1.69
平均	55.29	54.28	1.86%	58.85	59.32	-0.47	32.54	32.2	1.06

资料来源: 公司公告, 华创证券

预计 2019Q2 公司全部有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为 35.91~39.69 亿元, 其中境内 25.65~28.35 亿元, 境外 1.35~1.49 亿欧元。

境内 19Q1 的 4672 家成熟酒店同店 RevPAR 在出租率持续下滑的情况下回落:

图表 47 19Q1 锦江境内酒店同店经营数据

	开业满 18 个月以上酒店		同比增减(%)
	19Q1	18Q1	
中端酒店			
occ(%)	77.71	81.19	-3.48
ADR(元/间)	267.66	259.35	3.20%
RevPAR(元/间)	208	210.57	-1.22%
经济型酒店			
occ(%)	68.83	74.31	-5.48
ADR(元/间)	155.42	154.69	0.47%
RevPAR(元/间)	106.98	114.95	-6.93%
合计			
occ(%)	71.62	76.46	-4.84
ADR(元/间)	193.72	189.45	2.25%
RevPAR(元/间)	138.74	144.85	-4.22%

资料来源: 公司公告, 华创证券

4) 2018 年公司依托“三平台”深度整合优先服务酒店板块: 全球采购平台助力公司发挥集采优势, 有效降低成本同时提供优质产品和服务; 全球财务共享平台加强公司对资金的管理和风控, 提升资金使用效率与价值, 2018 年公司财务费用下降 11.11%; WeHotel 利于推进公司旗下酒店资源整合, 提高运营效率, 同时帮助公司吸引更多会员, 目前公司会员突破 1.8 亿人, 将有望提升直销占比。2019 年公司继续坚持有限服务型酒店为重点发展方向, 有限服务型酒店行业快速增长, 公司高速扩张抢占更大市场份额, 我们看好公司规模扩张带来未来的业绩弹性。2019 年 3 月 1 日公司被纳入 msci, 有望带来增量资金流入。

风险提示: 宏观经济超预期下滑、扩张速度风险、加盟酒店管理风险等。

(四) 人工景区：中青旅

2018 年中青旅实现营收 122.65 亿元 (+11.30%)，归母净利润增速 4.50% 至 5.97 亿元，扣非后增速为 14.40% 达到 4.93 亿元，经营性现金流量净额为 7.19 亿元 (2017 年因房地产业务购入土地，为 -1.24 亿元)。基本每股收益为 0.83 元/股，ROE 下降 0.5pct 至 10.21%。毛利率基本与去年持平，净利率微降 0.35pct 至 7.48%，在销售费用和管理费用的带动下期间费用率下降 0.71pct 至 16.76%。2018 年与经营相关的计入当期损益的政府补助为 2.02 亿元 (2017 年为 2.69 亿元)。其中，2018Q4 营收为 33.36 亿元，归母净利润 0.51 亿元 (-27.91%)，扣非后为 0.48 亿元 (-23.59%)，预计主要受风采商誉减值 2760 万影响。

图表 48 中青旅营收及 yoy



资料来源：公司年报，华创证券

图表 49 中青旅利润情况



资料来源：公司年报，华创证券

图表 50 中青旅营收及 yoy (分景区)

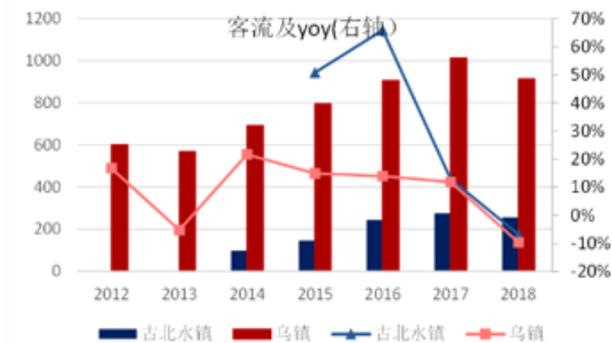


资料来源：公司年报，华创证券

1. 2018 年业务分部概况

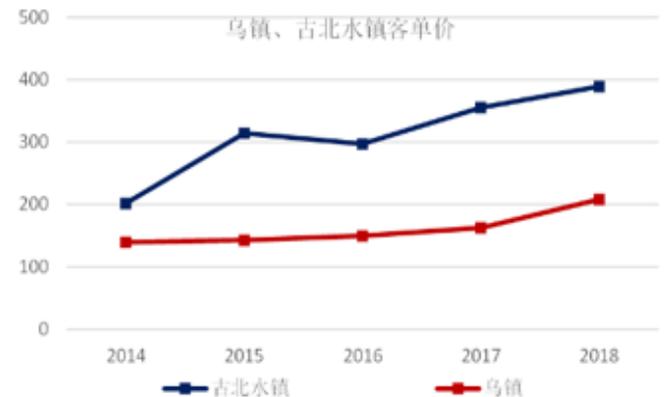
➤ 景区综合业务

图表 51 中青旅景区营收及 yoy



资料来源：公司年报，华创证券

图表 52 中青旅景区利润情况



资料来源：公司年报，华创证券

乌镇东、西栅接待客流 400.99 万人次 (-14.48%)、514.04 (-5.61%)，合计接待人次下降 9.71% 共 915.03 万人次，基本符合我们此前预期。客流下降、门票降价的不利环境下，乌镇景区加大对会议、展览等高附加值服务的营销，拓展衍生服务和产品，营收和利润分别增长 15.74% 和 5.98%，达到 19.05 亿元和 7.34 亿元（我们此前预期业绩 7.36 亿元）。客房数量有所增加，但全年酒店客房入住率仍维持 70%+。

古北景区受经济景气度、夏季汛情因素影响，客流下降 6.85% 至 256.49 万人次，但通过挖掘消费潜力、增加消费场景等措施实现 1.98% 的营收增长，达到 9.98 亿元，客单价提升 9.48% 至 385.93 元/人；归母净利润同比增加 169.84% 至 3.08 亿元，主要是参股房地产公司投资收益超 2 亿元，景区主业受客流下降、门票降价、人工成本等提升因素影响，净利润预计下滑 20%+。

会展小镇形态在乌镇和古北水镇均日渐丰富。乌镇景区客流在 900 万以上属于高位，古北水镇交通问题尚待改善，预计两景区中期依赖游客结构优化、商旅业务占比提升带动收入和业绩发力。

濮院预计将于 2020 年开业。

➤ 酒店业务及整合营销：

2018 年通过多渠道、多品牌来加大加盟和委托管理力度，山水酒店分店数量增加至 108 家（含筹建的 33 家，直营酒店 35 家），此外改造升级作用下，营收和扣非净利润分别增长 13.84% 和 11.31%，分别为 4.92 亿元和 0.28 亿元。

中青博联营收、归母净利润分别增长 25.12%、33.51% 达到 25.8 亿元和 0.69 亿元。

➤ 策略投资性业务：创格科技和风采科技受上游厂家返利政策调整及续签合同条件变化影响，净利润有较大下滑，其中创格贡献 2900 万利润，预计风采利润低于 1000 万；中青旅大厦租金收入及利润略受宏观经济影响（收入下降 10%）。

➤ 旅行社 2018 年预计亏损再 7kw+，预计 2019 年继续减亏。

2. 2019Q1：客流下滑、世园会费用前置致使业绩下滑，后续有望回暖

2019Q1 营收 25.43 亿 (+1.41%)，归母净利润 6409 万元 (-35.13%)，业绩下滑主要是由人工、财务成本增加以及筹备 4 月世园会等项目费用增加造成的。扣非归母净利润 5513 万元 (-41.10%)，非经常性损益中，政府补助 1551 万元（上年同期为 1033 万元），经营活动产生的现金流量净额为 7524 万元，每股收益 0.0885 元。

景区综合经营业务基本符合我们此前预期：乌镇客流基本持平，受益酒店客房同比增加和丰富消费场景、迭代产品，收入增长 3.2%；古北水镇 Q1 客流下滑 5%，叠加门票降价因素营收同比下降 6.19%。此外，收入也受去年同期乌镇房地产结算基数及 2019Q1 北京世园会前期筹备投入，房地产管理费用等因素影响。

毛利率抬升 0.51pct、净利率下降 1.8pct，主要是受到期间费用率提高 2.44pct，销售费用率、财务费用率提高 2.04pct 和 0.37pct。销售费用增长较高一方面是人工成本增加，另一方面世园会前期投入费用前置带来影响；财务费用增长预计主要源自受让古北股权的借款利息。

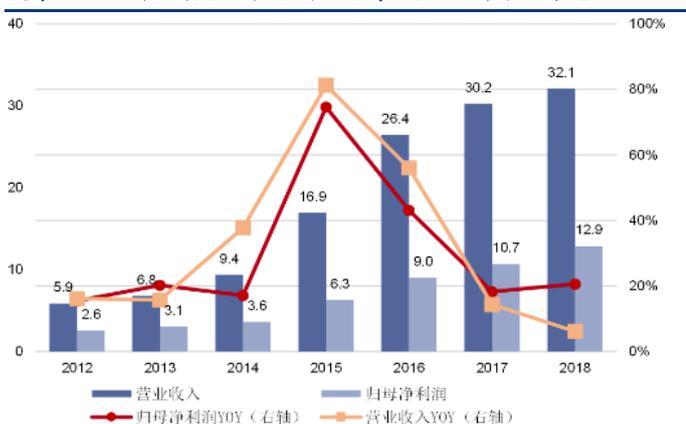
3) 投资建议：客流变动、世园会费用前置但后续贡献收入、利润的情况下，Q1 客流、业绩增速预计为全年较低位。五一假期利好，预计相比去年同期有所好转；后三季度相对 Q1 或将回暖。我们判断，大盘环境非恶性变化下可考虑介入。

风险提示：宏观经济增速超预期下行、天气条件不利、门票继续下降等。

（五）演艺：宋城演艺

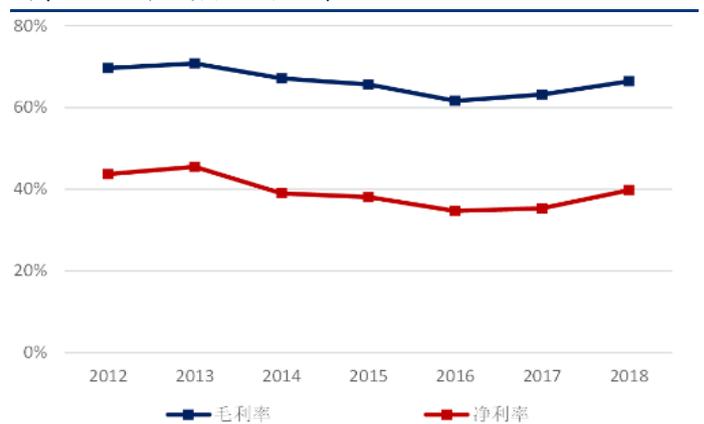
2018 年实现营业收入 32.11 亿元(+6.20%)；归母净利润 12.87 亿元(+20.57%)，归母扣非净利润 12.80 亿元(+15.62%)，上年同期扣非净利润 11.07 亿元。其中第四季度实现营业收入 7.40 亿元，同比增长 4.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.40 亿元(-6.66%)。毛利率上升 3.2 pct 至 66.43%，净利率提高 4.4 pct 至 39.78%。销售费用、管理费用和财务费用分别-1.8pct、+1.5pct 和-0.42pct，三费率下降 0.72pct 至 17.4%。

图表 53 宋城演艺营收/归母净利润及相应增速



资料来源：公司年报、华创证券

图表 54 宋城演艺利润情况



资料来源：公司年报、华创证券

1. 2018 年业绩概况

宋城演艺 2018 年业绩与快报基本一致，Q4 业绩同比下滑 6.66%，主要源于杭州宋城和杭州乐园整改（包括内容、场地、设备方面），营业外支出相对 Q1-Q3 有较大幅度增加；全年营业外支出为 0.76 亿元，上年同期为 0.5 亿元。整改后内容丰富、延长游客停留时间已初见成效，预计完成后未来带来更大收益。受益于六间房营销政策优化等，销售费用率下降 1.8pct；异地项目无形资产摊销、折旧费用增长及六间房超额业绩奖励计提增加导致管理费用率上升 1.5pct 至 8.5%，同比增长 27.47%；归还贷款降低财务费用率 0.42pct 至-0.03%。各线下演艺项目情况如下：

1) 重资产：

➢ 杭州、三亚、丽江景区营收增速分别为 11.13%、25.51%和 17.48%，规模分别 9.36、4.27、2.67 亿元；毛利率分别为 69.88%、81.22%和 73.45%，边际成本递减效应使得三亚、丽江毛利率提升 4.85pct 和 2.91pct，杭州毛利率下滑 3.77pct。宋城演出经营公司、三亚、丽江公司净利润分别为 1.6、2.5、1.4 亿元，净利率分别为 74%、58%

和 53%。

- 桂林千古情 7.27 开业后，营收 4266 万元，延续公司项目当年实现盈利的惯例，单日最高演出 6 场。
- 九寨千古情景区目前在工程上已达到了开业预期，后续项目重新开业时间将综合考虑九寨沟灾后恢复情况、政府的统筹安排和淡旺季特点、以及进入九寨的游客量等因素来确定。目前公司已通过招拍挂摘得位于西塘镇港南侧首期约 132 亩的土地使用权，并决定在嘉善县西塘镇首期投资 10 亿建设西塘·宋城演艺谷项目。按照预算数及投入情况，目前西安项目和西樵山岭南千古情工程进度为 5%。2 月沪灞中华千古情项目工程施工已进行招投标。

2) 轻资产:

- 炭河项目到去年开业一周年时累计接待游客量超 400 万人次，营收突破 1.6 亿元，《炭河千古情》演出 1000 余场。2018 年公司对《炭河千古情》进行了改造升级。
- 明月情已于 12 月 28 日正式开园。
- 黄帝千古情如期取得建设用地，工程建设按节奏推进。

3) 2018 年六间房实现营收 12.34 亿元，再度超额完成业绩承诺。得益于管理改善、营销政策优化，毛利率净利率水平有所提高：毛利率提升 6.6pct 至 57.73%，净利润 4.11 亿元，净利率约 33%。2015 年到 2018 年度，北京六间房承诺净利润分别为 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元，实际完成情况分别为 1.62、2.3、2.85 和 4.08 亿元，完成比率分别为 107%、109%、104%、114%。2018 年六间房未发生资产减值。

2. 2019Q1 业绩概况

2019Q1 营收 8.25 亿(+15.85%)，归母净利润 3.7 亿(+14.9%)，符合业绩预告。扣非归母净利润 3.6 亿(+22.49%)，非经常性损益中，投资收益 1452 万元(上年同期为 298 万)，其大幅增长来源于公司用闲置自有资金购买低风险理财的投资收益，经营性活动产生的现金流量净额为 7.18 亿元(+53.46%)，大幅增长主要是由于佛山千古情收到项目进驻扶持资金(3.7 亿元)所致。每股收益 0.2549 元。

1) 2019 开局增速喜人：利润端主业增长接近 40%，六间房基本持平但股权下降至 76.96%并表利润有所下降预计约 7kw。主业增长主要得益于较大体量的杭州、三亚稳健增长及丽江经历旅游整顿后的恢复和好转。预计杭州、三亚增长均约 10%以上，丽江超 30%增长。

2) 毛利率和净利率分别提升 1.8pct 和 2.5pct，一方面是演艺主业收入增长而边际成本、费用小，另一方面六间房持续管理优化，2019Q1 公司销售费用率下降 2.59pct 和管理费用率下降 0.91pct 带动下期间费用率下降 3.4pct 至 14.98% (其中公司已还清长短期借款)。

3) 目前预计 2019 年开业张家界项目。4 月 29 日公司公告六间房重组第二步已经完成，重组完成后奇虎 360 及其一致行动人合计持有花房 39.54% 股权，宋城演艺持有花房 39.53% 股权为二股东，花房转为公司的长期股权投资后续按照权益法获相应投资收益。基于投资收益的调整，我们调整此前业绩预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 13.77、15.65、17.26 亿元(此前预计 2019、2020 年分别为 16.11、14.50 亿元)，当前市值对应为 23.8 (对应主业利润约 31 倍)、20.9、19 倍 pe，审慎关注。

风险提示：六间房重组不及预期，重资产异地复制不及进度等。

（六）出境游：众信旅游

2018 年营收 121.71 亿元(+1.18%)，归母净利润 2356.61 万元(-89.87%)，扣非归母净利润 370.42 万元(-98.37%)，基本每股收益 0.028 元；拟每股派发 0.023 元红利。毛利率和净利率分别下滑 0.52pct 和 1.92pct，达到 9.37%和 0.41%。经营活动产生的现金流量净额因利润下降及公司机票预付款增加而同比下滑 101%。

2018Q4 营收 27.82 亿元(-0.86%)，归母净利润-1.85 亿元(-462.69%)，扣非归母净利润-1.90 亿元。一方面受东南亚系列事件影响，另外当期计提 1.14 亿元的较大额资产减值损失对业绩影响较大，影响 2018 年利润 8084 万元。

2019Q1 营收和归母净利润基本与上年同期持平，分别为 24.44 亿元和 6487 万元，扣非业绩增长 6.87%，前期影响消减，逐步回归正常。

1) 2018 年我国公民出境旅游人数 1.5 亿人次(+14.7%)。公司方面 2018H1 实现营业收入、归母净利润较快增长；但受到泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等个别目的地事件影响，下半年营业收入和净利润均同比下滑。

2) 主要业务数据:

营收和毛利受泰国等系列东南亚事件影响较大。旅游服务业务整体营收与去年基本持平，毛利率下降 0.63pct。收入端批发下滑 2.52%至 86.9 亿元，零售端营收增长 12.39%至 23.03 亿元，毛利率分别下滑 0.75pct 至 7.12%和下降 1.05pct 至 15.31%（直营门店毛利率为 16.70%）。零售业务占比提升 1.9pct 至 18.92%。

➤ 分业务看，整合营销业务收入 9.61 亿元(+9.52%)，毛利率下降 2.4pct 至 8.15%。移民置业、货币兑换业务在 2018 年营收接近 3200 万元(+101.98%)。

➤ 分地区看，北京、华东为两大地区不变，合计营收占比约 65%。

主要参控股的竹园国旅、众信博睿、优耐德北京 2018 年分别实现净利润 9682 万元、2206 万元和 413.2 万元，合计 1.23 亿元。2018 年底公司完成对竹园国旅剩余 30%股权的收购追溯并表。

3) 费用变动：销售费用同比增加 20.57%，费用率提升 1.06pct，主要是销售人员薪酬和物业费增加导致。管理费用基本与去年持平。财务费用率上升 0.41pct 主要是增加了可转债利息费用、汇兑收益下降。

由于公司 2018 年度经营业绩未达到 2017 年限制性股票激励计划设定的业绩考核条件，相应待解锁股份将被回购，同时因 17 名激励对象离职已不符合激励条件，决议回购注销其所持全部限制性股票。本次回购注销的激励股份合计 6,302,689 股，占公司回购注销前公司股本总额的 0.7118%，回购价格同授予价格扣除激励股份已经取得的现金分红（如有），公司应支付股份回购款 38,395,997.83 元。

4) 截至 2018 年年底，公司直营店及合伙人门店达到 435 家，比 2017 年增加 300 家，主要是准直营门店的增加，公司品牌和产品在江西、内蒙古、河北等地区落地。2019 年公司将继续增加零售门店落地区域，加大门店开拓：战略上直营在北京、上海，未来可能在广深开直营店，此外区域没有开直营店计划；未来展店以加盟模式为主。

目的地资源拓展方面已在欧洲、日本、美国、东南亚等地通过投资、战略合作等多种方式有多种形式的布局：日本地接社 RCC、跃动旅行、德国开元等华人组团社、地接社接待人次较为可观；结合自由行增长趋势公司在日本运营目的地酒店，规划运营瑞士雪场酒店、北欧精品酒店等。未来目的地资源方面也将继续拓展。

5) 热门目的地中：我国到访日本游客量 Q1 增长 11.61%达到 217 万人次，延续去年全年 13.92%增长势头；1-2 月，到访韩国游客量增长 30%/越南人次基本与去年同期持平/港澳均获得进 20%左右的陆客人次增长；泰国事件影响判断尚未结束，同时 3 月泰国发生两次地震，客流或有进一步影响。公司 2018 年东南亚系列事件影响严重，2019Q1 营收和利润基本回归正常。人民币汇率企稳，同时受益财富效应，2019 年公司回到正轨可期。

风险提示：宏观经济增速不及预期，行业竞争加剧，突发事件影响，签证政策不及预期，公司业务推进不及预期。

（七）其他

1. 科锐国际

1) 2018 业务结构及增速

公司 2018 年实现营收 21.97 亿元 (+93.54%)，归母净利润 1.18 亿元 (+58.30%)，与业绩快报基本一致；扣非后归母净利润同比增长 54.45% 至 1.08 亿元。非经常性损益中，计入当期损益的政府补助为 2781 万元（上年同期为 506 万元），企业重组费用对利润影响约 1088 万元。Investigo 并表利润 777 万元，扣除 investigo 及非经常性损益后，内生业务增速为 43%。每股收益 0.65 元，拟每股派发 0.13 元红利。

2018Q4 营收 7.45 亿元 (+140%)，归母净利润 0.26 亿元 (+46%)，扣非后为 0.25 亿元。

图表 55 科锐国际各业务的营收/毛利及相应变化

产品名称	营业收入/亿元	Yoy	毛利率 (%)	Δ/pct
中高端人才访寻	4.49	41.56%	39.64	0.29
招聘流程外包	1.58	29.32%	51.66	5.08
灵活用工	15.12	130.38%	8.00	-1.61

资料来源：公司年报，华创证券

灵活用工获得高速增长，中高端人才访寻业务收入增速亦超过 40%，带动公司营收增速为 93.54%。毛利率下降 4.35pct 至 18.11%，主要是毛利率较低的灵活用工业务占比显著提升（57.82% → 68.83%）。扣减 Investigo，灵活用工业务收入较去年同期增长 56.16%；业务毛利率为 9.17%，较上年同期减少 0.44%。

费用率变化：伴随业务增长，销售费用、管理费用有较大提升，但销售费用率和管理费用率分别下滑 0.07 和 2.11pct，在此带动下期间费用率下降 1.87pct。

2) 2018 业务布局及规模

2018 年底公司在全球拥有 99 家分支机构（增 16 家），2200 多名专业招聘顾问（+600 余名），业务范围涵盖超过 18 个行业及领域，形成 250 余个利润中心。

客户数量持续增加：2010 年 800 家左右 → 2017 年为 3000 多家 → 3400 多家。长合作期限、高粘性和复购率（75% 为重复购买客户）既表明公司高服务质量，客户与候选人两端强大的资源也为公司业务发展奠定基础。

业务量显著增长：2018 年公司通过中高端人才访寻、招聘流程外包业务成功为客户推荐的中高级管理人员及专业技术岗位人员超过 2.52 万余名（2017 年为 9000 多名），灵活用工业务累计派出 10.8 万余人次，2018 年末管理超过 1.17 万名灵活用工业务派出人员（2017 年末为 6300 名）。

强大候选人数据库：目前，本公司共积累了超过 1000 万条候选人信息（上年同期约 400 万+条），同时，公司不断扩大候选人数据库资源，激活市场对冗余候选人信息的需求，提高候选人资源周转率。

3) 2018 股权投资及科技产品

2018 年公司总投资额超 2.4 亿元，主要有：1) 增加 4818 万元投资收购无锡智瑞部分股权，比例增至 21.05%；2) 4 月底投资 1000 万元购置上海云武 18% 股权；3) 3 月投资 2010.25 万元购置融睿诚通 55% 股权；4) 6 月 30 日完成对 investigo 的 52.5% 的股权投资，投资额 15991.99 万元。5) 7 月 25 日公司投资 500 万元与中国雄安集团公共管理服务有限公司、国投人力资源服务有限公司共同投资设立河北雄安人力资源服务有限公司，持有雄安人力 25% 的股权。此外在新疆、东莞及澳洲设立分支机构。融睿诚通、无锡智瑞合计贡献利润 605 万元。

已打造系列的 OMO+平台+SAAS 科技产品，科技对内赋能主业提高效率、缩短工作时间；科技对外赋能的模块化产品满足长尾客户需求同时为公司积累 C 端候选人资源，未来成熟期后将开始为公司贡献利润增长。

4) 2019Q1 公司营收 8.03 亿元 (+155.3%)，归母净利润 2540 万元 (+67.65%)，扣非后增长 82%至 2242 万元。非经常性损益中政府补助影响为 420 万元，另外 Investigo Limited 贡献预计约 400 万元左右，扣除后公司内生增长接近 50%，维持高增速。

5) 公司作为人力资源行业龙头，前期积累了明显的先发优势，凭借高质量服务获得客户长期合作，未来公司看点：①灵活用工渗透率提升的行业红利+②猎头业务拓展+③技术赋能。

风险提示：宏观经济增速超预期下滑，行业竞争加剧，核心人才流失。

2.海昌海洋

海昌海洋 2018 年实现营收 17.90 亿元(+6.54%)，毛利率下降 5.32pct 至 48.82%。净利润减少 86.3%至约 4000 万元，归母公司净利润 3956 万元 (-85.9%)。销售及推广开支同比增长 53.5%至 2.2 亿元、行政费用同比增长 63.35%至 6 亿元，财务费用同比增长 83.5%至 2.7 亿元，金融及合约资产减值亏损 1940 万元。

1) **上海、三亚项目影响业绩。**2018 年物业发展收入 0.44 亿元 (-29.5%)；公园收入 17.46 亿元 (+7.9%)，其中门票收入为 12.74 亿元 (+7.8%)，非门票收入同比增长 8.5%至 4.71 亿元，占比略微提升。由于上海、三亚项目的开业、转固，公司物业、厂房及设备资产增加 27.6 亿元，两项目融资导致计息银行及其他借款增加 32.5 亿元（流动和非流动分别增加 6.6 和 25.8 亿元，公司净负债比率从去年的 77.8%上升至 135.7%），利息费用较大幅度上升，资本化利息为 1.29 亿元，合计财务费用 2.73 亿元 (+83.5%，财务费用从 2017 年的 8.9%提升至 15.3%)。营业成本增加、毛利率下降主要由于上海项目开业期间固定成本较高；同时，上海项目开业及三亚试运营增加了营销费用、行政费用，销售费用率由去年的 8.5%→12.2%，行政费用率 21.8%→33.5%。由于上述因素，叠加上海、三亚一次性开办费用，公司净利润同比减少 86.3%至 4000 万元，此外递延所得税影响约 6000 万元。

注：2018 年末一年内应偿还借款及贷款共 24.4 亿元，资金压力虽较大但已通过应收款抵押等方式获得 20 亿元的借贷，同时还有在手现金及等价物 19 亿元。

2) **重磅项目开业，存量项目升级，郑州项目启动。**2018 年上海、2019 年初三亚项目开业，聚焦于此公司通过各种平台渠道的活动宣传，整体品宣曝光量年度累计 10 亿+人次，线上自有数字媒体矩阵得以完善。同时，公司升级了存量项目，提升游客体验，提高安全运营能力。在建郑州项目被河南省定为重点项目，部分建筑已进入单体结构施工。2018 年公司繁育大型珍稀海洋和基地动物 200 多只，生物保育技术团队超 1000 人，总水体量近 20 万立方米，为国内行业之首；加强产学研建设，与上海海洋大学签订战略合作协议。

3) **轻资产强劲发力。**2018 年在国内多维多点拓展轻资产业务，新增 11 分合同，业务输出品类和规模持续扩大。公司已在 13 个城市布局了 18 个项目，已签约共计 45 份合同，累计合同总额近 4 亿元人民币。IP 业务方面深挖内容创作，加强 IP 体系。

4) 投资建议

2018 年上海、三亚两大重磅项目对业绩影响较大，且开业前期培育期对业绩有所拖累，但公司在行业内软硬实力突出、先发优势明显，待项目成熟后料将迎来收获期。此外，异地项目郑州已启动施工，轻资产项目输出规模持续扩大，IP 业务战略清晰。看好公司未来长远发展。

风险提示：新项目经营不力，行业竞争加剧，核心人才流失等。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500