

“空间、壁垒、确定性” 三维度看社服

——19年社服中期策略

安信证券研究中心
商社团队 首席分析师
刘文正

SAC执业证书编号：S1450519010001



目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量
4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向
5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

1.中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位

1.1. 社服板块19年初至今上涨17.4%，估值仍处低位

①年初至今涨幅：按申万行业类，19年初至今社服板块涨幅为17.38%，排名第20位；

②行业估值：截止19年5月12日，休闲服务板块PE TTM为30.7x（过去10年均值44.4x），目前估值仍处较低位置。其中酒店子版块为26.2x（过去10年均值58.0x），旅游子版块为32.0x（过去10年均值42.0x），估值均处历史底部。

图1：2019年初至今，社服行业涨幅处于中下游，排名第20位

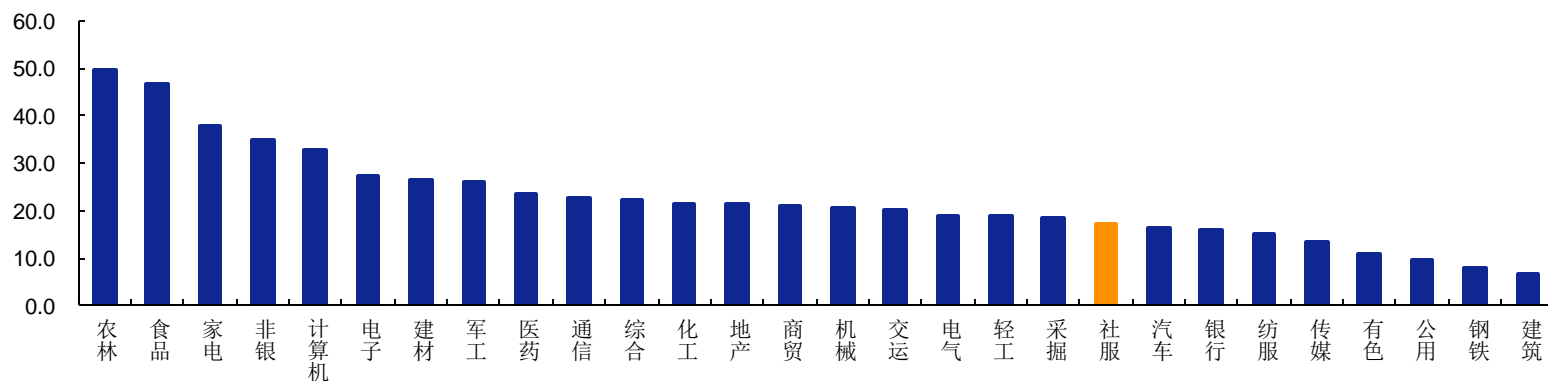
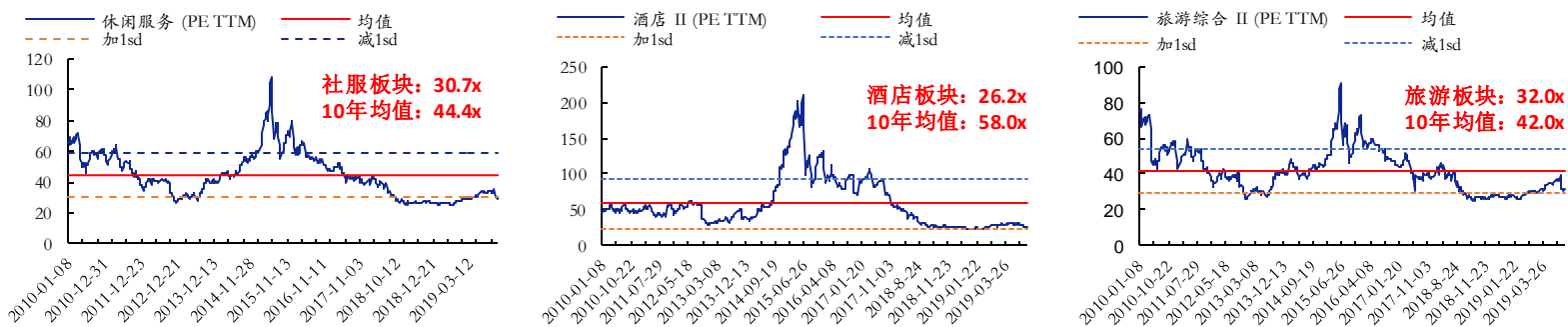


图2：截止19年5月12日，社服板块整体PE TTM为30.66X（过去10年均值44.4x），酒店、旅游等子版块均处历史估值底部



1.2. 社服板块18年&19Q1继续高成长，中长期景气度延续

- **19Q1扣非归母净利润增速：**免税 (+37%) > 餐饮 (+11%) > 休闲景区 (+7%) > 酒店 (+0%) > 自然景区 (-27%) > 出境游 (-38%) ；
- **18全年扣非归母净利增速：**免税 (+28%) > 休闲景区 (+15%) > 酒店 (+13%) > 餐饮 (+11%) > 自然景区 (-15%) > 出境游 (-53%) 。

**上述餐饮板块仅为广州酒家，酒店板块仅为锦江股份和首旅酒店，休闲景区为宋城演艺和中青旅。

图3：中信行业分类：2018年餐饮旅游板块归母净利润增速13.60%

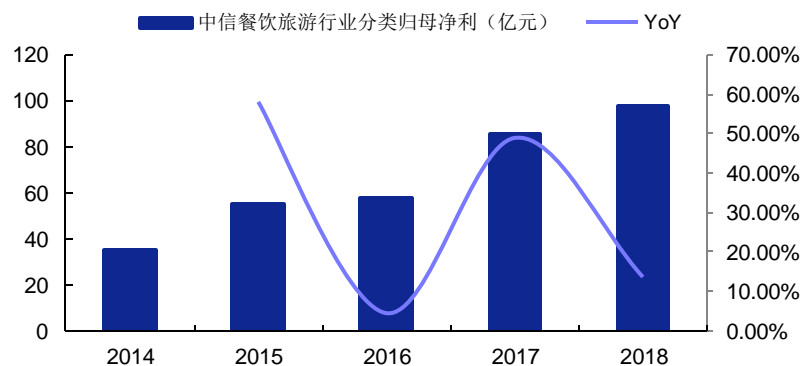


图4：中信行业分类：2019Q1餐饮旅游板块归母净利润增速54.68%

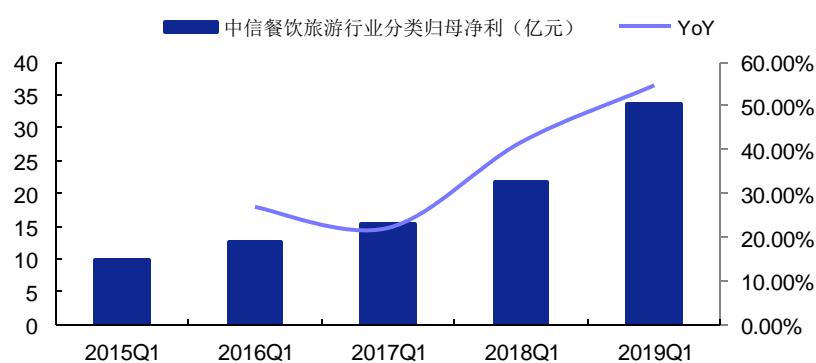


图5：中信行业分类：2018Q3-2019Q1各子版块单季营收增速

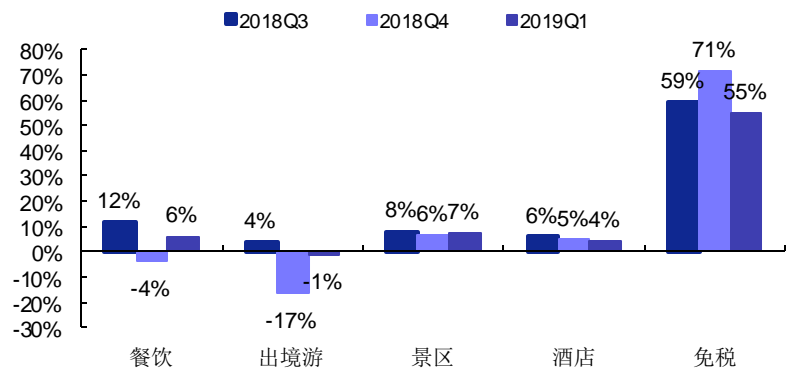
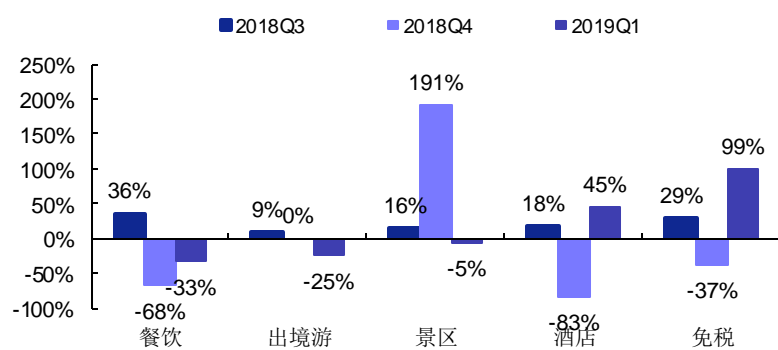


图6：中信行业分类：2018Q3-2019Q1各子版块单季归母净利润增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：图中酒店板块剔除华天酒店

资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：图中酒店板块剔除华天酒店

1.中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位

1.3. 19Q1基金持仓：整体小幅下降，绝对值依旧在历史均值以上

①19Q1社服板块来看：19Q1基金持仓比例小幅下降，环比下降了0.45pct，占比至1.12%，在中信29个行业分类中名列22位，主要受免税、休闲景区、餐饮等多个板块拖累所致；但从绝对数额来看，社服板块历史基金持仓均值为1.09%（2012年至今），目前基金持仓仍在历史均值以上。

②19Q1社服子版块及标的来看：大多数重仓标的基金持股比例19Q1均下滑。免税（国旅占比3.76%/-3.57pct）、酒店（首旅占比1.88%/-3.33pct、锦江占比0.20%/-4.11pct）、出境游（众信占比7.07%/-6.56pct）、自然景区（黄山占比0.73%/-1.99pct）。

图7：19Q1社服板块基金持仓占比由18Q4的1.57%下降至1.12%，下降0.45pct；食品、农牧、计算机为增幅前3

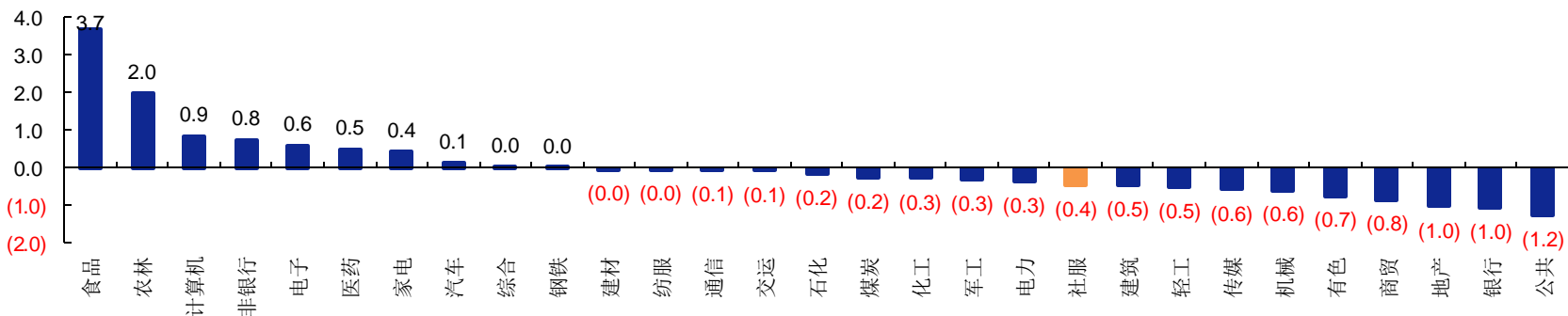
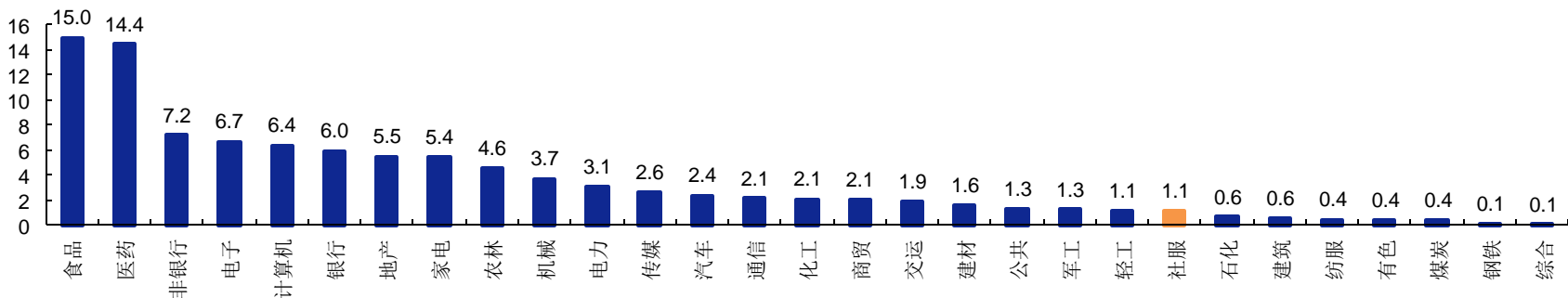


图8：19Q1各版块基金持仓的绝对值来看，社服的基金持仓占比名列第22名



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

注明：数据样本为普通型基金和偏股型基金，现已全部披露完毕

1.中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位

1.4. 19Q1北上资金：继续增持国旅和首旅，景区标的持股有所下降

- 增持：中国国旅（由12.1%增至13.3%）、首旅酒店（由11.8%增至13.5%）呈继续增持趋势；
- 减少：黄山旅游（由1.2%降至0.3%）、中青旅（由7.5%降至5.7%）持股比例有所减少。

图7：中国国旅19Q1陆股通持股比例提升至13.32%

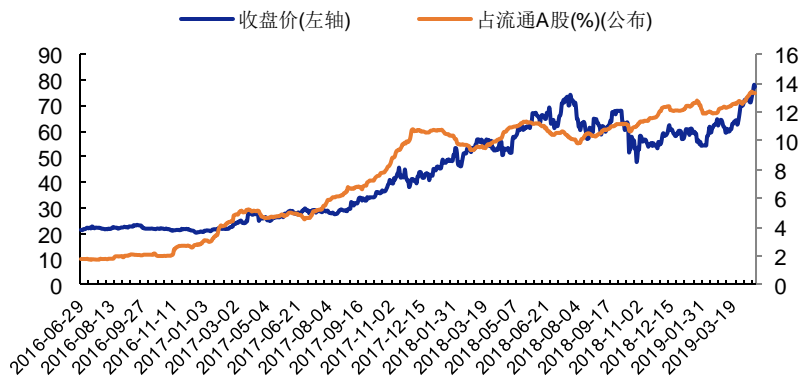


图8：首旅酒店19Q1陆股通持股比例增加至13.50%

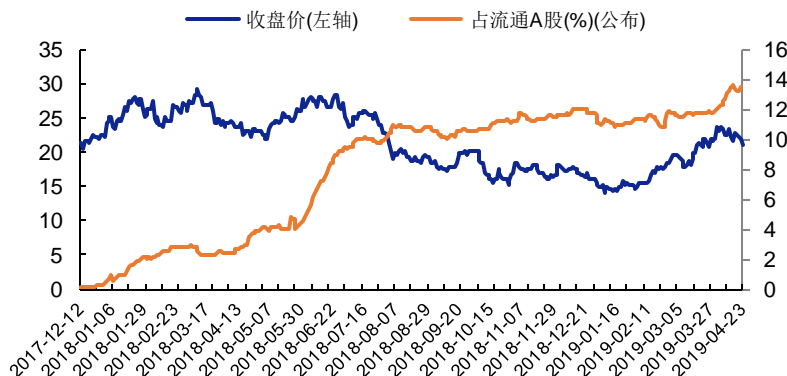


图9：中青旅19Q1陆股通持股比例小幅下降至5.74%

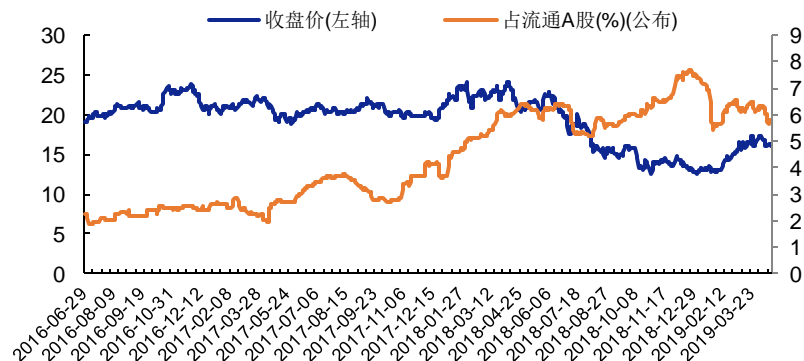
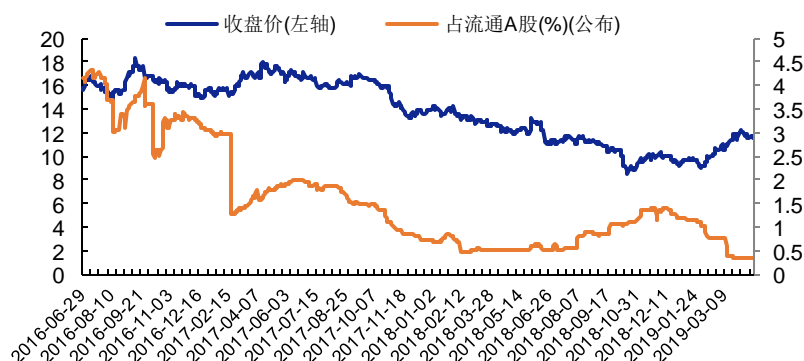


图10：众信旅游19Q1陆股通持股比例下降至0.34%



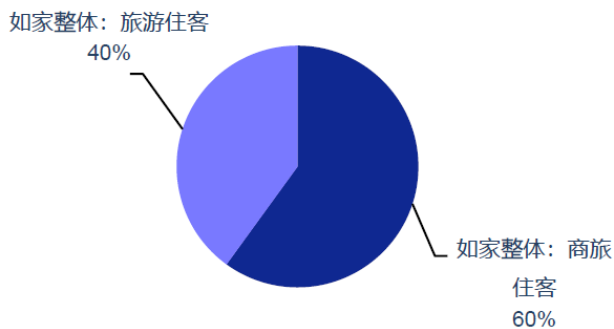
目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量
4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向
5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用

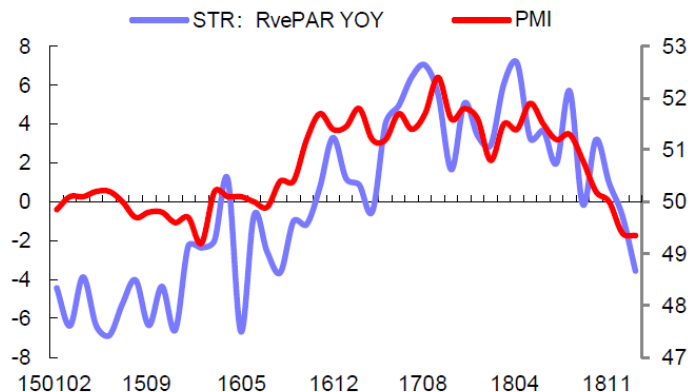
2.1 酒店数据与宏观高度相关且同步表现

图 15：如家整体酒店的住客：约 60%为商务出差



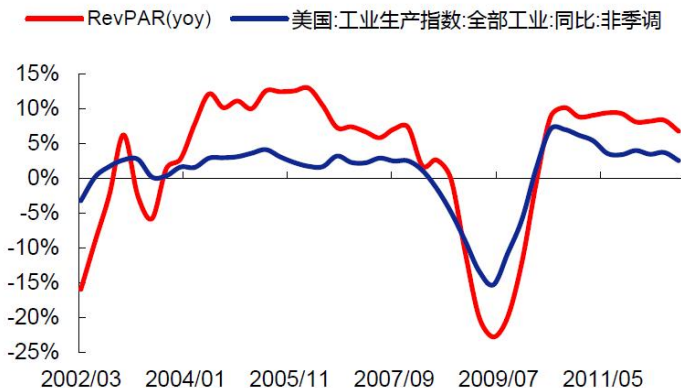
资料来源：如家统计数据

图 18：国内酒店 RevPAR YOY 和 PMI 具有一定相关性



资料来源：STR，国家统计局，安信证券研究中心

图 30：美国 RevPAR YoY 与工业生产指数联动显著



资料来源：STR, Bloomberg

图 31：美国酒店 RevPAR YoY 与 IP 的调整 R 方高达 0.76

Dependent Variable: REVPAR_YOY_
 Method: Least Squares
 Date: 05/29/18 Time: 21:54
 Sample: 2002Q1 2012Q3
 Included observations: 43

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX	1.710356	0.147478	11.59739	0.0000
C	0.016295	0.007321	2.225712	0.0316

R-squared	0.766381	Mean dependent var	0.031171
Adjusted R-squared	0.760683	S.D. dependent var	0.096619
S.E. of regression	0.047266	Akaike info criterion	-3.220649
Sum squared resid	0.091598	Schwarz criterion	-3.138733
Log likelihood	71.24395	Hannan-Quinn criter.	-3.190441
F-statistic	134.4995	Durbin-Watson stat	0.438662
Prob(F-statistic)	0.000000		

资料来源：STR, Eviews

2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用

2.1 免税与宏观消费能力无显著协同性，国内免税购物能力保持强劲

- **横向：全球奢侈品销售额与免税销售额无显著协同性。**2013年，全球奢侈品销售额陷入负增长，而全球前10大免税集团销售额仍保持高达17%以上增长；2015-2016年全球奢侈品消费持续升温，而免税销售增速却略有下滑。
- **纵向：三亚海棠湾免税销售额与社会消费品零售总额无显著协同性。**对比三亚海棠湾免税销售额与社会消费品零售总额，发现两者无显著协同性。2017年5月-9月与2018年下半年，社会消费品零售总额同比增速呈下降趋势，但三亚海棠湾免税销售额同比增速逐节攀升。

图81：全球免税销售额与奢侈品销售额并无显著协同性

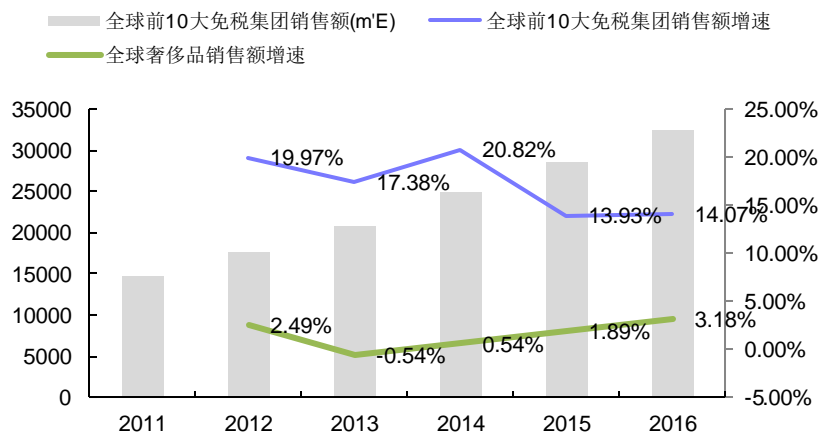
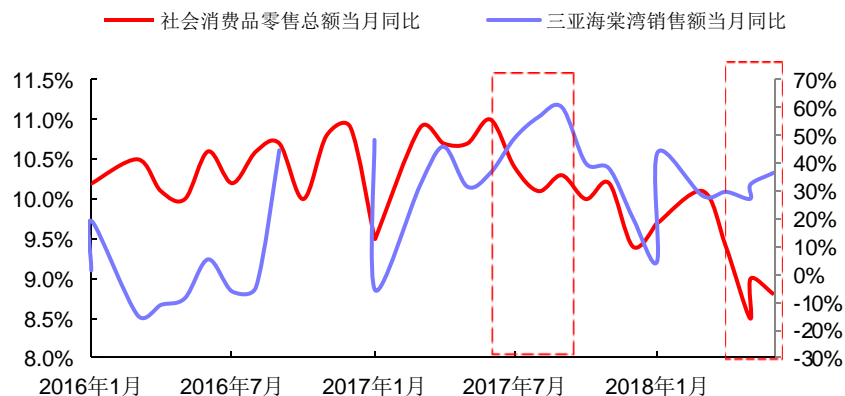


图82：三亚海棠湾免税销售额与社会消费品零售总额无显著协同性



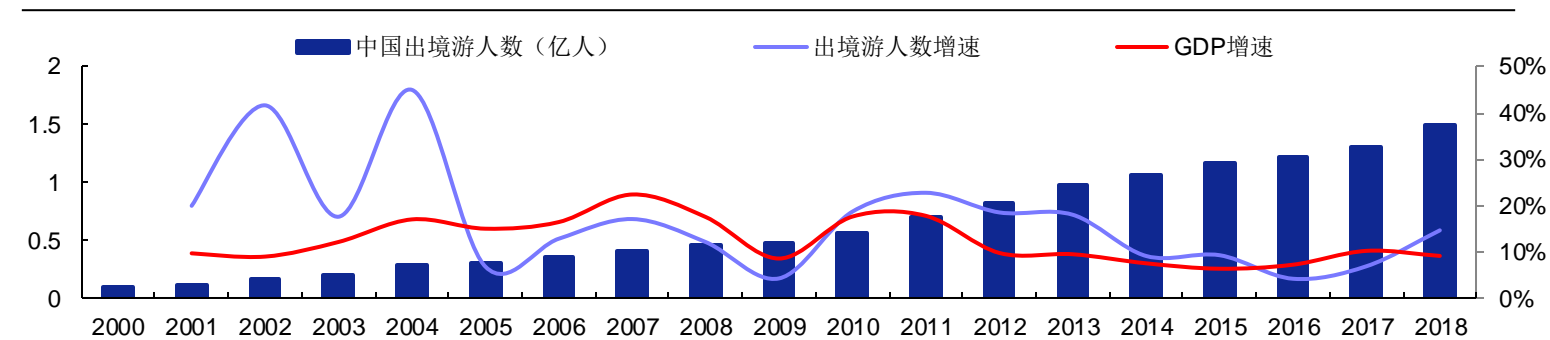
资料来源：Moodie Report, Wind, , 安信证券研究中心

资料来源：Wind, 海关数据, 安信证券研究中心

2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用

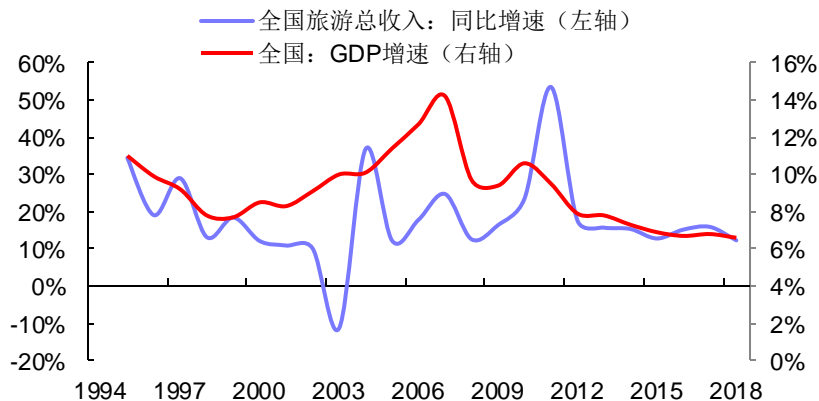
2.1 出境游人次增速与GDP增速相关性较强，国内游与GDP增速相关性不大，餐饮与PMI具备一定相关性

图：国内出境游人数与GDP增速对比，两者呈现一定相关性



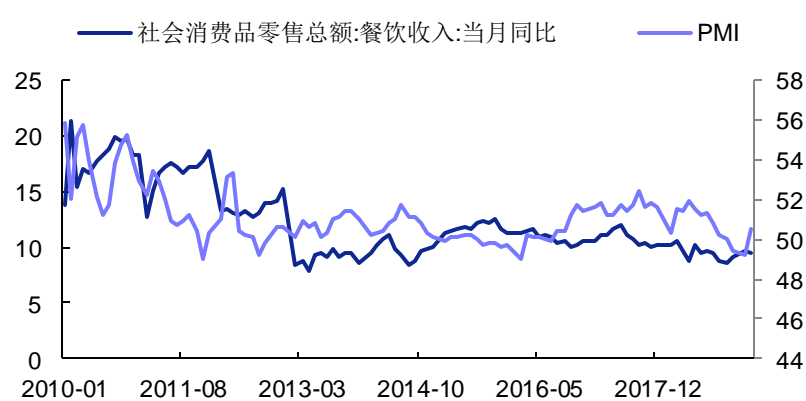
资料来源：国家旅游局, Wind, 安信证券研究中心

图：国内旅游收入增速与GDP相关性不大



资料来源：国家统计局

图：国内餐饮收入与PMI走势具备一定相关性



资料来源：国家统计局

2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用

2.2 美林时钟看社服：酒店顺周期，人服与餐饮抗周期

①我们引入美林时钟对社服各板块与宏观经济的相关性在过去的13年期间做了复盘：

以工业增加值计算的“产出缺口”和用CPI做通胀指标的数据来识别自2005年-2019年3月中国经济在各个时期所处的阶段，并在各阶段社服对应各板块的绝对收益和相对收益做梳理。

图：依据投资时钟理论的中国经济阶段划分



*经济阶段划分尚有较大分歧，本文的划分仅供参考。

2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用

2.2 美林时钟看社服：酒店顺周期，人服与餐饮抗周期

③复盘美林时钟，得到板块结论：1) 酒店在复苏阶段有显著的正向相对收益，但在过热、滞胀及衰退阶段相对收益为负；2) 人服与餐饮表现出一定的抗周期特征，在滞胀、衰退阶段表现较好，但在复苏及过热阶段绝对收益为负；3) 景区、免税、旅行社及OTA周期特征不明显。

表：各版块不同阶段绝对收益率

		酒店	景区	免税	餐饮	旅行社	OTA
复苏	2005.3-2006.3	31%	1%				119%
过热	2006.4-2007.11	279%	250%				168%
滞胀	2007.12-2008.4	-29%	-26%		-25%		8%
衰退	2008.5-2008.11	-51%	-52%		-58%		-60%
复苏	2008.12-2009.7	133%	64%		48%		115%
过热	2009.8-2009.11	12%	35%		10%		50%
滞胀	2009.12-2011.7	-20%	22%	28%	-11%		28%
衰退	2011.8-2015.3	28%	67%	81%	70%		41%
复苏	2015.4-2016.9	42%	-3%	-11%	-12%	11%	4%
过热	2016.10-2017.7	53%	-11%	31%	30%	-27%	12%
滞胀	2017.8-2018.9	-4%	-21%	129%	7%	-32%	-16%
衰退	2018.10-2019.2	39%	26%	31%	26%	24%	3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表：各版块不同阶段相对收益率（相对于沪深300指数）

		酒店	景区	免税	餐饮	旅行社	OTA	人服
复苏	2005.3-2006.3	18%	-11%				106%	-22%
过热	2006.4-2007.11	-25%	-54%				-136%	-323%
滞胀	2007.12-2008.4	-4%	0%		1%		34%	28%
衰退	2008.5-2008.11	-2%	-2%		-9%		-11%	-15%
复苏	2008.12-2009.7	27%	-41%		-58%		10%	-23%
过热	2009.8-2009.11	-12%	11%		-14%		26%	20%
滞胀	2009.12-2011.7	-3%	39%	44%	6%		45%	288%
衰退	2011.8-2015.3	-15%	24%	39%	28%		-2%	-27%
复苏	2015.4-2016.9	74%	29%	21%	20%	43%	36%	24%
过热	2016.10-2017.7	41%	-23%	18%	18%	-39%	0%	33%
滞胀	2017.8-2018.9	6%	-11%	139%	17%	-21%	-6%	40%
衰退	2018.10-2019.2	16%	4%	8%	3%	2%	-19%	4%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

*由于经济阶段划分尚存分歧，且各版块子公司样本量较小，个别子板块亦有自身成长逻辑，可能存在偏差。

目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
- 3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量**
4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向
5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

餐饮旅游产业链未来趋势剖析

慢变量

消费能力：人均可支配收入+中产阶级人数有望持续增长



代际更替：90、00后成消费主力，相比父辈更愿意在餐饮旅游支出



人口回流：未来城镇化率仍将持续提升，但二三线人口开始回流，推动休闲消费下沉

三大基础慢变量：共同驱动餐饮旅游行业需求的长期增长+产品升级+下沉三四线

短期影响因子：1) 宏观周期、2) 目的地不可抗因素、3) 免税政策

吃

餐饮：连锁化推进，火锅、咖啡、茶饮、快餐有望孵化龙头

住

酒店：中高端产品占比持续提升、经济型酒店升级改造持续推广

游

景区：由过去单一观光游向休闲游、品质游、个性游、网红游等升级

购

免税：市内免税逐步放开，增量空间大；行业整合推进，利好中免发展

娱

演艺：旅游演艺和城市演艺有效供给不足，需求潜力大

快变量

上游要素商（供给端）：优质龙头长期跑赢、劣质产品出清，各大要素商进入存量整合升级阶段，为中游分销商产品升级打下基础

OTA（携程、艺龙、美团）、旅行社（国内游&出境游）

中游分销商（供给端）：全产业链延伸。上游目的地资源端持续布局，下游线下门店持续扩店

团客



散客

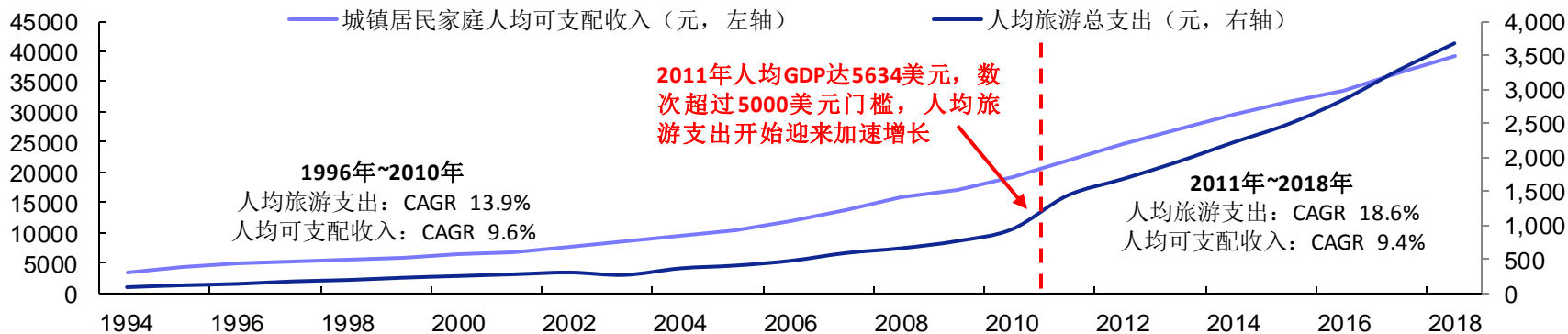
下游消费者（需求端）：二三线出境游依据选择跟团游，利好出境游；一二线自由行&休闲度假游&品质需求提升，带动上游要素商持续产品升级

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

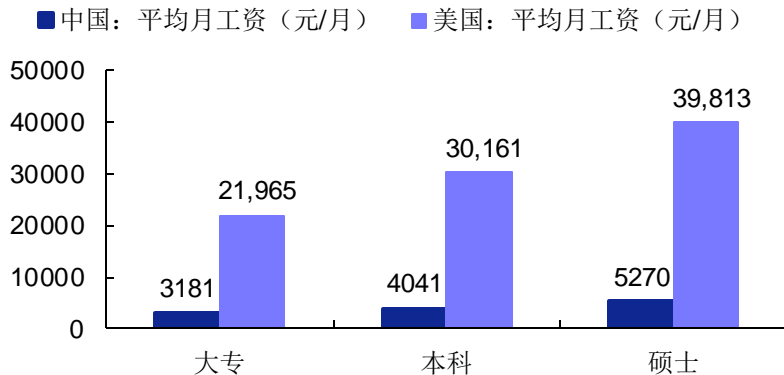
慢变量一（5~10年的影响因素）：人均GDP&可支配收入提升，推动休闲娱乐消费品质化

1) 国内人均GDP 18年增长至9633美元，全球排名68位，未来在产业升级+内需增长推动下，增长潜力与韧性仍旧向好；2) 国内人均可支配收入2018年为28228元/+8.7%，增速高于GDP。按消费群体来看，中产阶层为休闲消费的中坚力量。国内2017年中产阶级人数2.04亿人（Credit Suisse测算），占比总人口14.7%，与发达国家的80%占比仍有较大差距，预计2025年有望增多至5.2亿人（麦肯锡预测），占比预计增至37.5%。

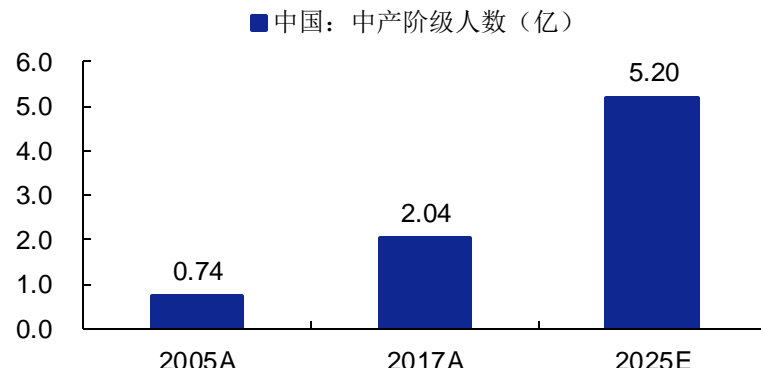
图：人均可支配收入与人均旅游支出趋势基本一致，且2011年人均超过5000美元后，人均旅游支出加速增长，符合发达国家经验



图：工程师红利：国内高学历人才与美国成本优势明显



图：17年国内中产阶级人数占比15%，与发达国家80%差距大



资料来源：《2018中国大学生就业质量研究》，美国劳动局

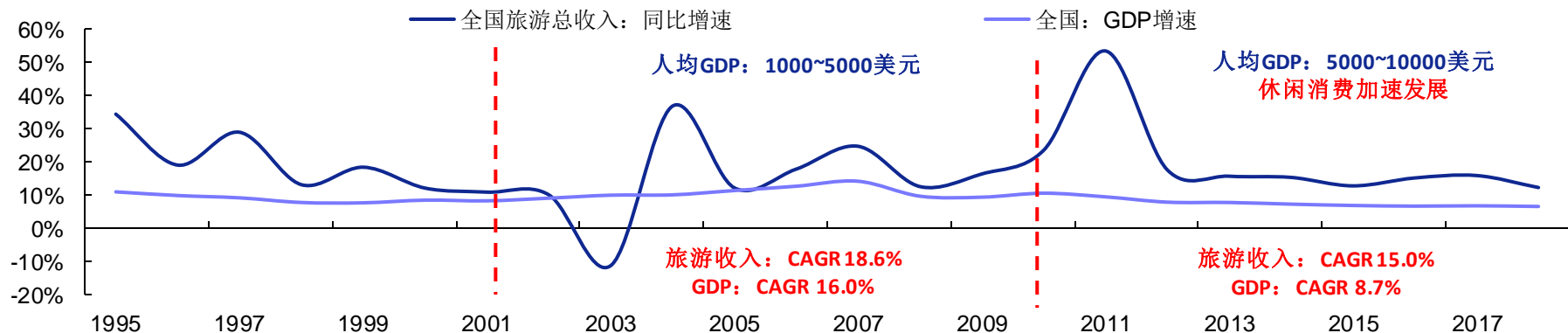
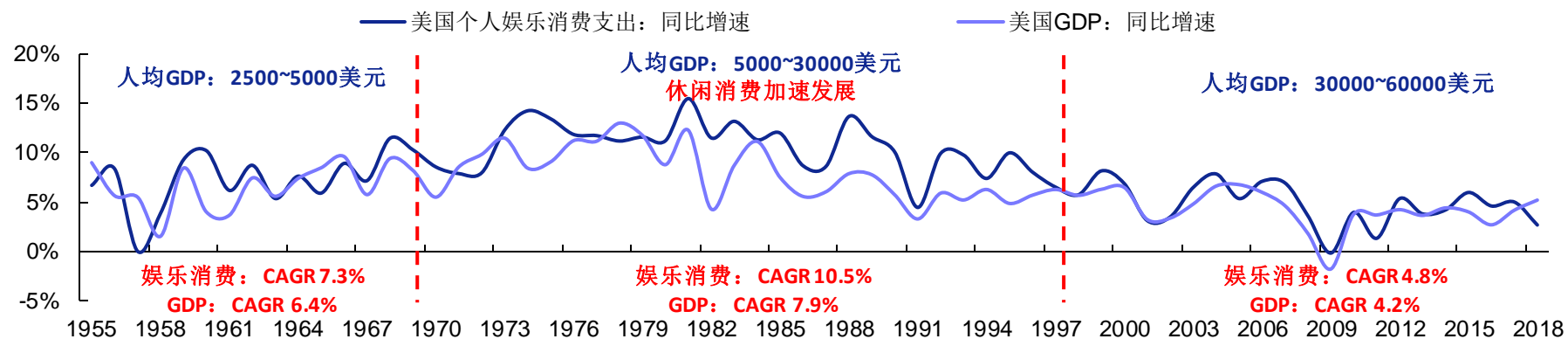
资料来源：Credit Suisse测算、麦肯锡测算

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

慢变量一（5~10年的影响因素）：人均GDP&可支配收入提升，推动休闲娱乐消费品质化

1) 对标美国与日本的发展经验：当人均GDP增长至5000~30000美元阶段时，休闲消费将进入快速增长期，期间餐饮住宿和娱乐行业的复合增速高于整体GDP增速。

2) 我国在2011年人均GDP超过5000美元后，全国旅游行业总收入在2011~2018年间复合增速15.0%，远高于期间GDP 8.7%的复合增速。目前仍处于人均GDP从9600美元向30000美元爬坡过程，休闲消费的高成长仍未到半程，未来增速依旧有望高成长。



3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

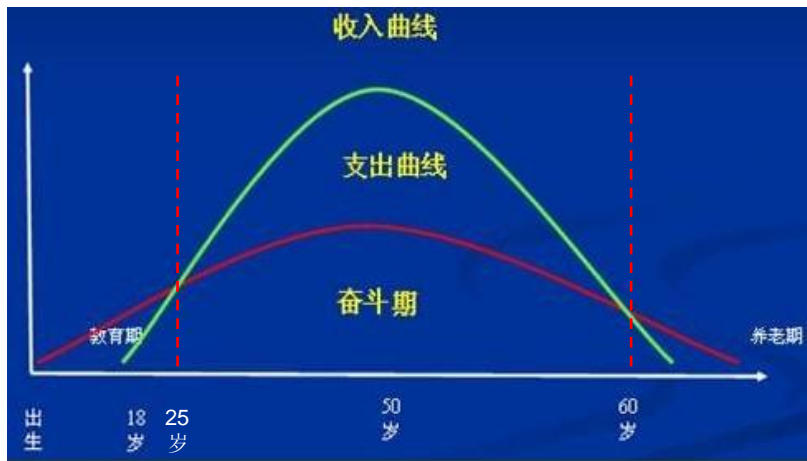
- 慢变量二 (5~10年的影响因素)：代际变迁，影响餐饮旅游消费偏好

1) 人口与消费研究的理论基础：根据生命周期理论，个人与家庭消费支出取决于其所处生命阶段，平均而言，25岁开始收入大于支出，个人消费开始持续增长，至50岁达到峰值，并后续逐步减少。

2) 代际变迁：人口数量和人口结构的变化为影响消费市场长期变化的核心底层因子之一。由于国内1995~2010年间出生人数断崖式下跌，国内未来10年面临适龄生育人数减少+人口生育率下降的双重打击，预计2019年~2030年人口增长率将逐步放缓。

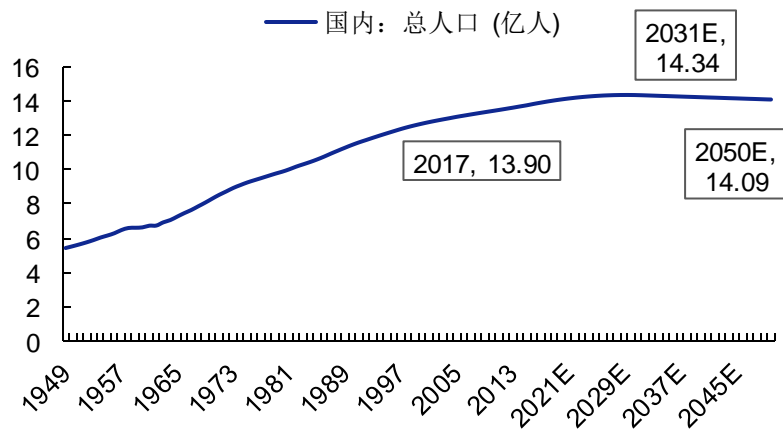
第一批90后在2015年起已开始迈入25岁的消费黄金年龄，60后则纷纷退休且消费支出开始下滑。我们认为未来10年影响休闲消费市场的核心变量不再是消费者持续增多，而是消费偏好的变迁。90后和00后相比60和70后更加注重个性化、品质化、超前和杠杆消费、以及自由行，将开始对上游要素商和中游分销商产生深远和持续的影响。

图：根据生命周期消费理论，25岁~60岁为消费支出的高峰期



资料来源：安信证券研究中心整理

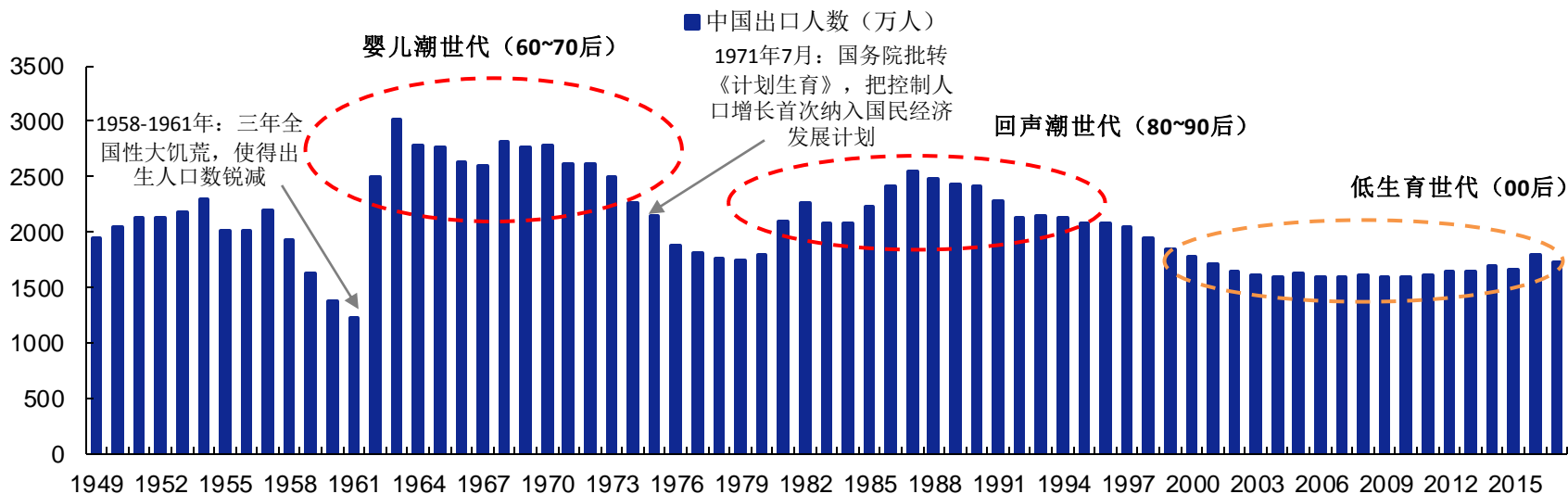
图：国内人口出生率持续走低，2019~2030年人口增速逐步放缓



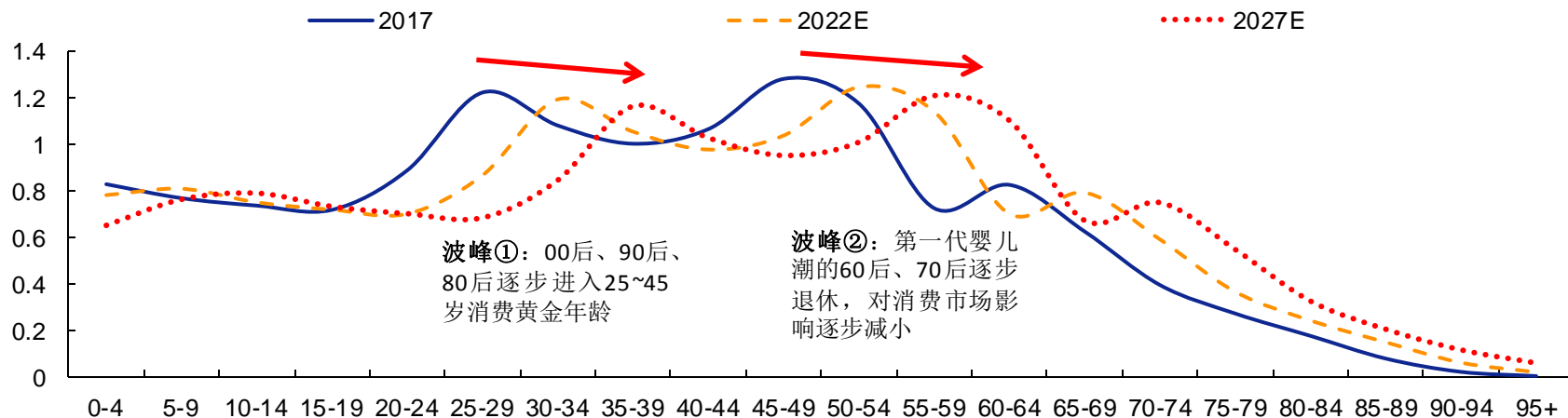
资料来源：联合国人口署

- 慢变量二：代际变迁。人口数量（增速放缓）和人口结构（90后00后进入消费市场、60后逐步退出）的变化为影响消费市场长期变化的核心底层因子之一，影响中长期消费需求的偏好。

图：由于妇女生育年龄多在23~35岁，因此90后和00后显著下滑的出生人口使得2015~2030年的人口出生人数相比过去将持续走低



图：根据生命消费周期理论、各年龄段人口推演，90后已逐步2015年开始成为休闲消费主力，60后已开始逐步退出，转向养老需求





资料来源：国家统计局、安信证券研究中心整理及测算

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

- 慢变量二（5~10年的影响因素）：代际变迁，影响餐饮旅游消费偏好
- 对标日本消费行业100多年发展史：其自1912年起至今，消费行业大致经历了4个阶段：①1912~1941年：西洋化和大城市化消费时代；②1945~1974年：家庭消费时代；③1975~2004年：个性化消费时代；④2005年至今：消费回归理性，共享化时代。
- 对国内休闲消费的启示：我国已进入日本第三消费时代，未来将逐步向第四代转变。日本第三消费时代（个性化）特点是消费主体有家庭转向个人，个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长，对LV手包、Hermes丝巾等拥有天然的消费热情，且期间老龄化开始加速显现。我国目前一二线城市的消费偏好已开始走向个性化→(自由行、网红打卡游)、高端化→(住中高端酒店)、品牌化→(餐饮、咖啡、茶饮等连锁品牌快速扩张，整合单体店份额)、老龄化→(养老需求逐渐起步)。

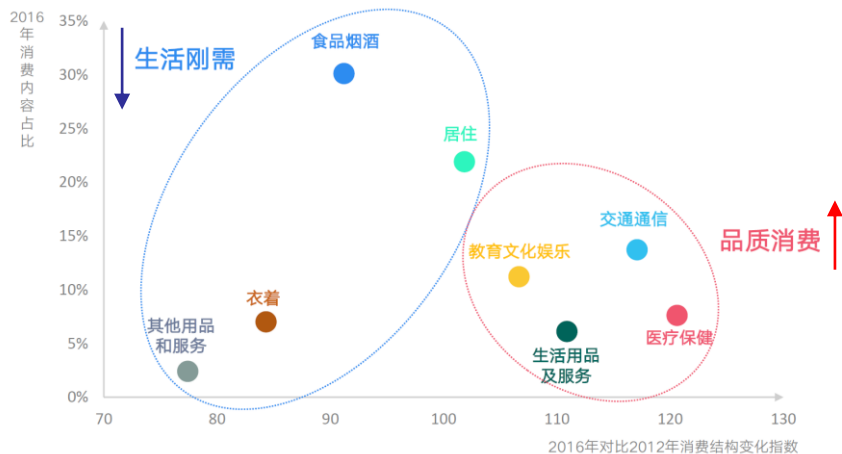
我国现阶段与七八十年代日本的社会发展情况十分类似（第三消费时代）

	人均GDP	城镇化水平	人口自然增长率	65岁以上人口占比	消费者特征
 70-80年代的日本	1-2万美元	1970年。城镇化率超过70%，基本完成城镇化	5‰左右	逐年提升，80年代中期，65岁以上人口达到10%，社会老龄化	走过大众消费阶段，开始追求个性化，满足情感需求的消费，追求生活品质
 现阶段的中国	8000美元+	2016年，城镇化率为57.3%，过去10年，城镇化每年提升1%左右，快速城镇化进行中	2016年，5.86‰	逐年提升，截至2016年。65岁以上人口占比10.8%，社会老龄化	1) 个性化（自由行、网红打卡游）； 2) 高端化（住中高端酒店）； 3) 品牌化（餐饮、咖啡、茶饮等连锁品牌快速扩张，整合单体店份额）； 4) 老龄化（养老需求逐渐起步）

资料来源：TalkingData，安信证券研究中心整理

- 慢变量二（5~10年的影响因素）：代际变迁下，90后更愿意在休闲娱乐上开支、超前消费、线上化消费均对上中游的供给端产生长期的影响

图：16年与12年相比，居民消费中刚需占比下降，品质消费提升



资料来源：TalkingData

图：消费偏好来看，90后在吃喝玩乐上比70、80后更愿意花钱

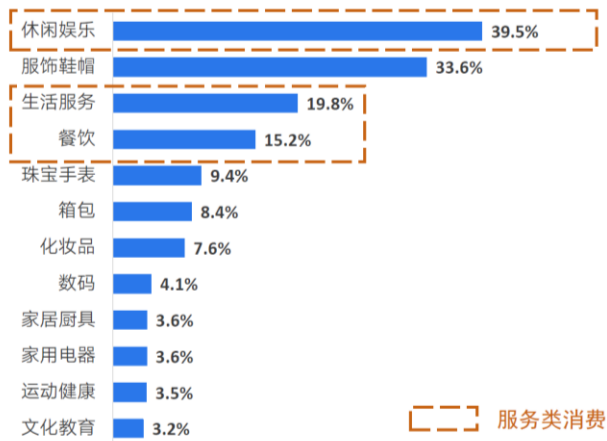


17年信用消费金额增速（超前消费）：

- ①90后：+70%
- ②80后：+61%
- ③70后：+56%

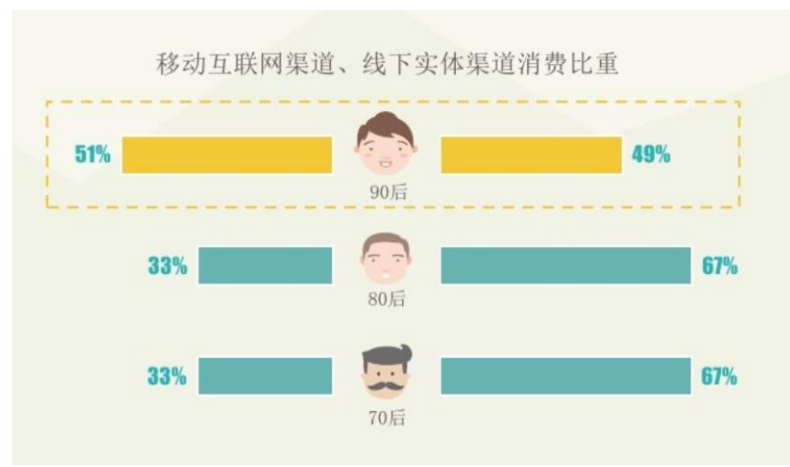
资料来源：商战ABC、中国银联&京东金融数据中心

图：90后新生代的消费品类分布中，休闲娱乐已升至第一位



资料来源：TalkingData

图：90后新生代引领消费互联网化，线上消费已超过线下

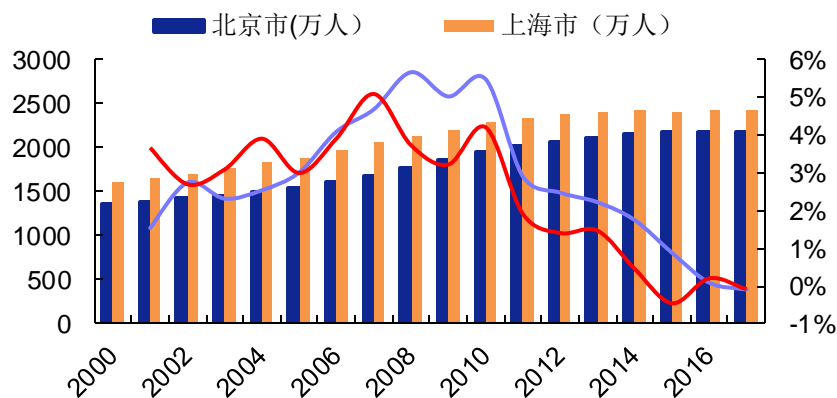


资料来源：《2017年消费升级大数据报告》

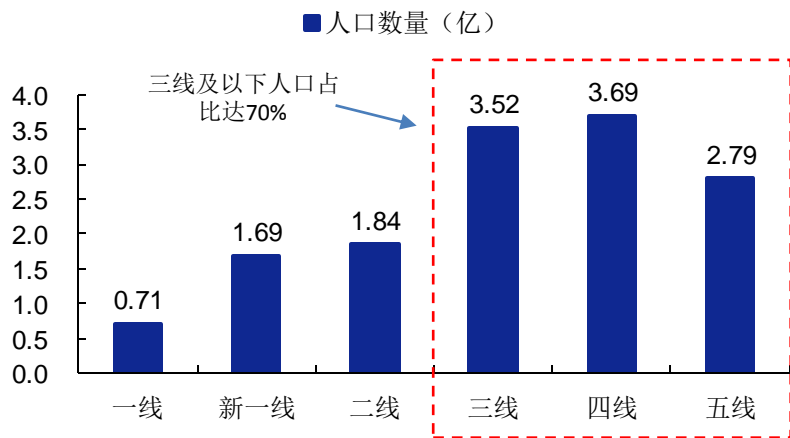
慢变量三（5~10年的影响因素）：二三线人口回流+城镇化率提升，推动旅游休闲消费渠道下沉

- **人口回流**：一线城市过高的房价、教育支出、以及生活成本，已开始使常住居民人数出现净流出，二三线人口受益城镇化推进和人口回流，常住人口持续增多，并为中游旅行社的线下门店开到三四线、中高端有限服务型酒店下沉二三线均提供了消费基础。
- **城镇化率**：美日韩等国家城镇化率约80%~90%，国内18年城镇化率增至59.15%，相比下仍有差距，未来国内城镇化率预计仍将继续提升。

图：北上常住人口数2011年增速下滑，17年开始出现负增长

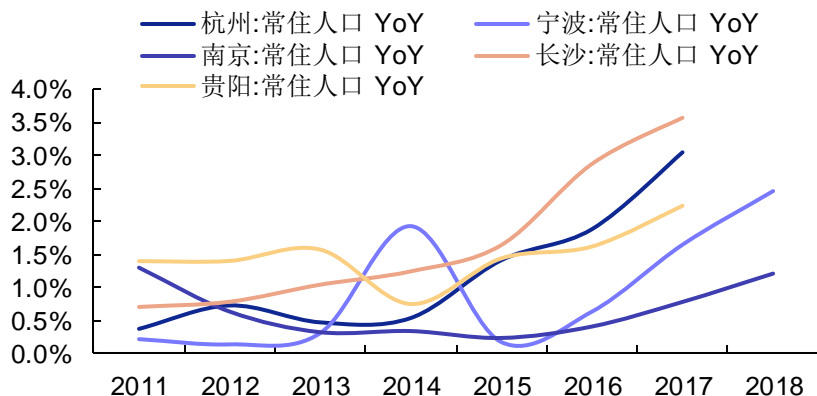


图：三线及以下人口占总数70%，长尾市场潜力大

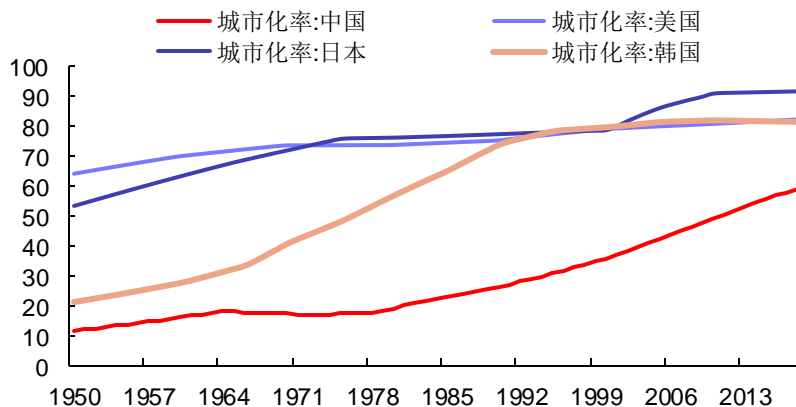


资料来源：第一财经，联合国人口署

图：二三线城市人口持续增多，推动消费的下沉



图：三线及以下人口占总数70%，长尾市场潜力大

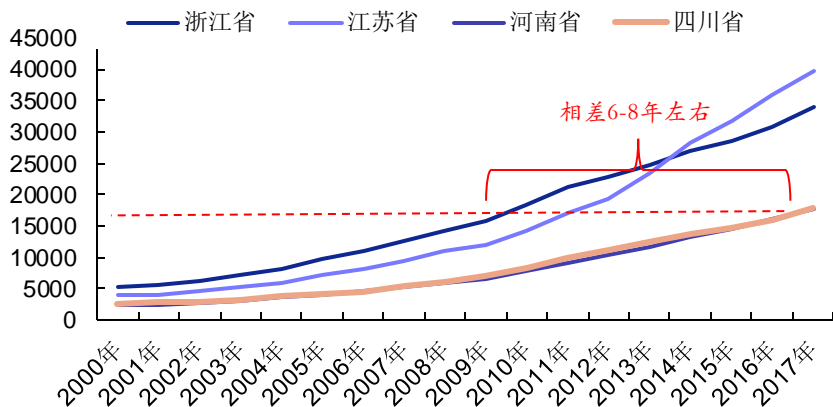


资料来源：联合国

慢变量三 (5~10年的影响因素)：二三线人口回流，推动旅游休闲消费渠道下沉

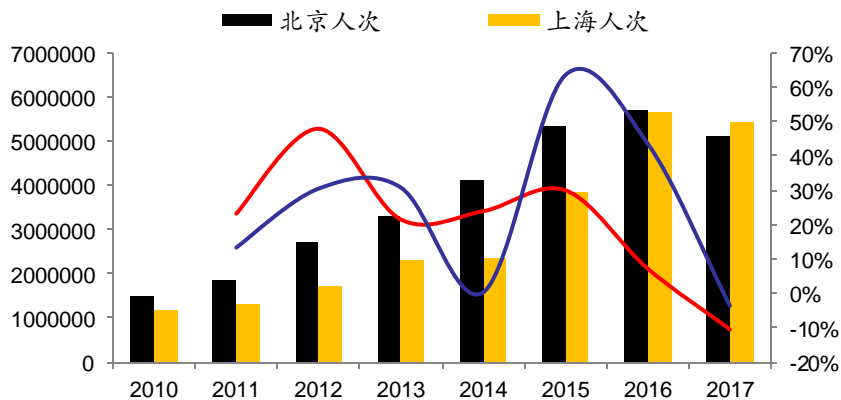
出境游：众信、腾邦、携程等均加大线下门店及渠道等在二三四线城市的布局，挖掘增量红利。2017年一线城市旅行社组织出境游出现负增长以天津、杭州、南京、宁波、重庆和大连为例，二线城市出境游渗透率稳步提高。整体而言（包括天津、杭州、南京、宁波、重庆、大连、成都、东莞、佛山），样本二线城市出境游渗透率稳步提高，已由2012年的3.87%提升至2016年的7.72%。

图：中西部省份人均可支配收入和东部差距6~8年左右



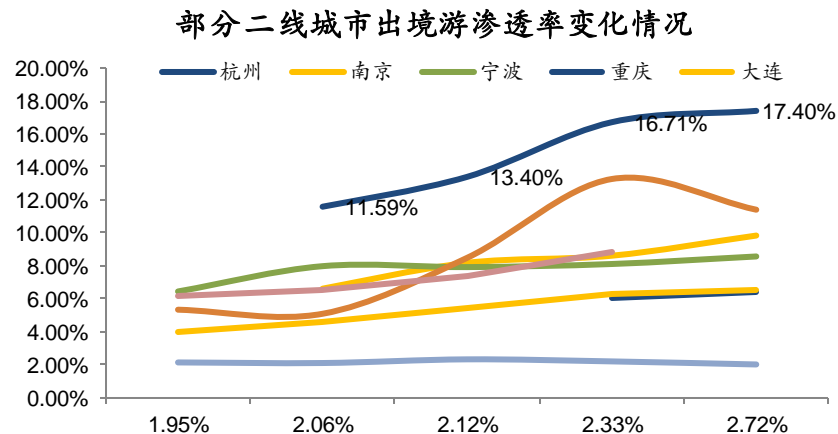
资料来源：国家统计局

图：17年北京、上海旅行社组织出境游人数首次出现负增长



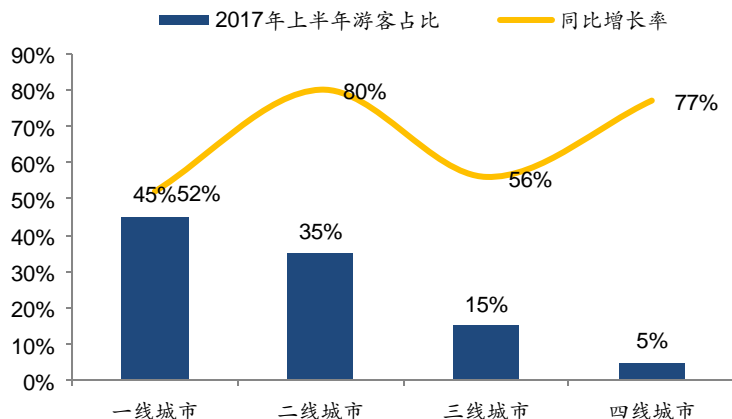
资料来源：携程旅游，安信证券研究中心

图：中高端酒店下沉：二线城市已开始成为核心布局领域



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心测算

图：从17H1欧洲游数据来看，出境游向二三四线城市加速渗透

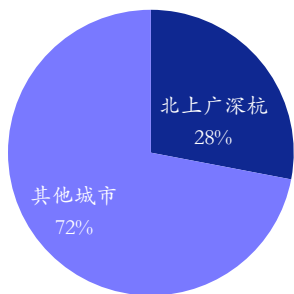


资料来源：携程旅游，安信证券研究中心

慢变量三 (5~10年的影响因素)：二三线人口回流，推动旅游休闲消费渠道下沉

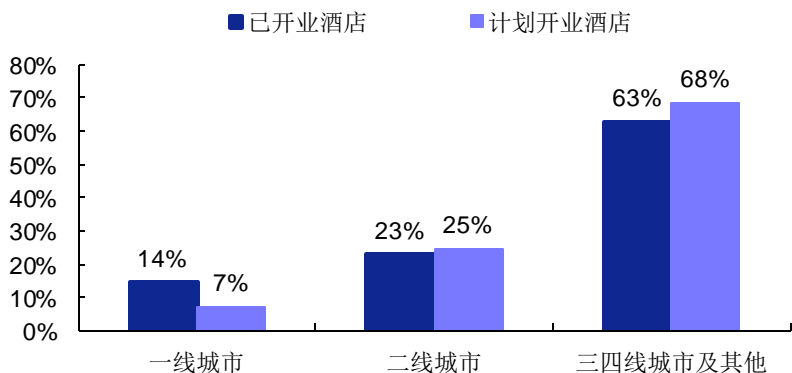
➤ 连锁酒店：一线城市连锁化率已处高位+物业数量相对有限，中档酒店&经济型plus下沉二三线城市为未来3~5年趋势。

图：华住酒店在北上广深一线城市布局就已达28%



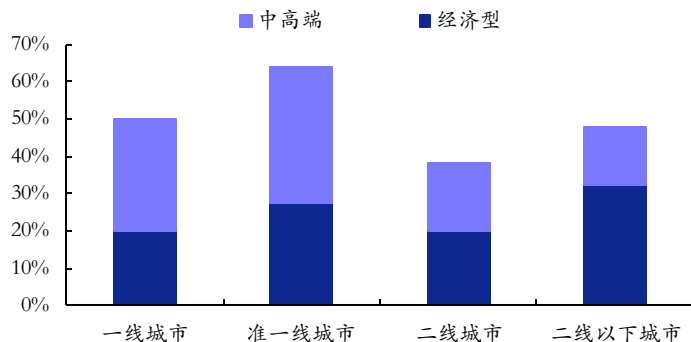
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图：格林酒店Pipeline酒店中二三四线占比更高，验证下沉趋势



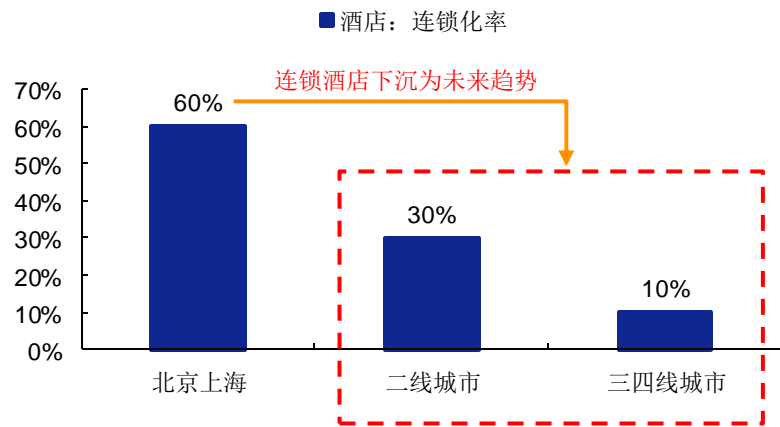
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图：首旅酒店中高端酒店一二线占比较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图：中高端酒店下沉：二线城市已开始成为核心布局领域

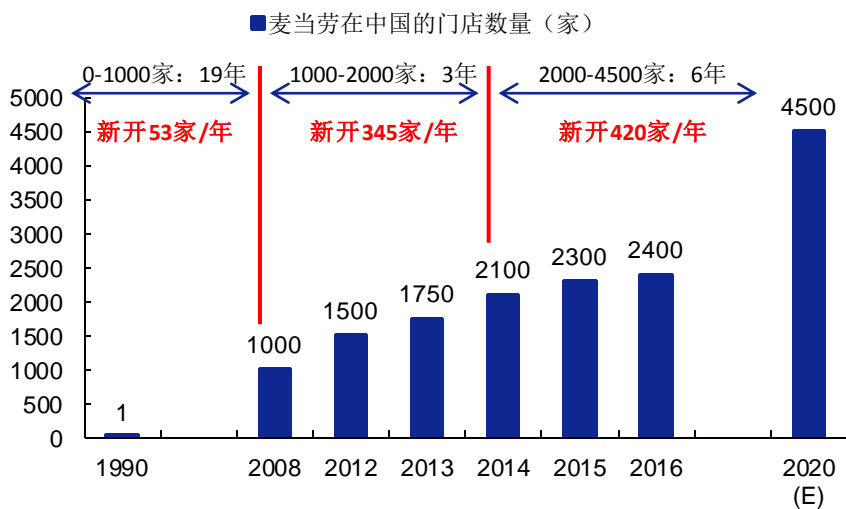


资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心测算

3.2.1 吃：连锁化推进，火锅、咖啡孵化龙头

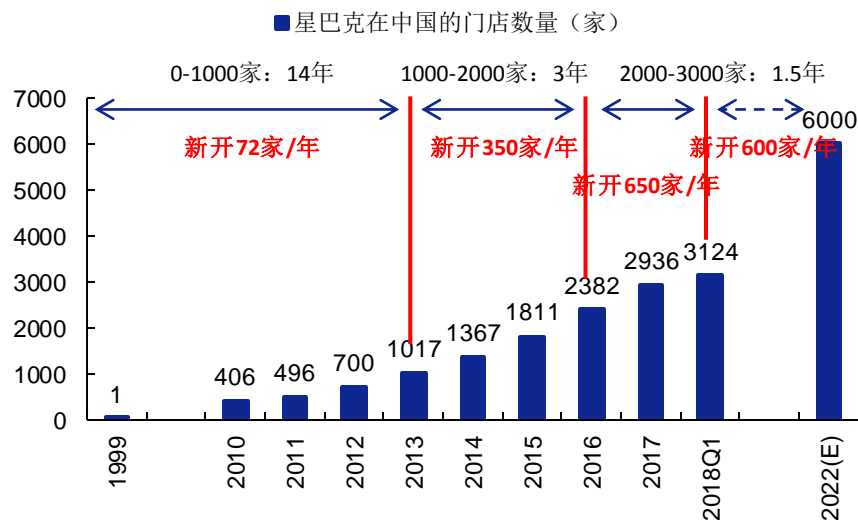
- 上游要素商（吃——餐饮）：行业连锁化率依旧低，品牌下沉下火锅、咖啡、茶饮、快餐有望孵化龙头
- 餐饮业生命周期：从餐饮连锁企业的成长路径来看，可以总结为0-100家门店的所需时间最长（品牌积累、供应链打通、人才储备等均较慢）、100-1000家门店以上时扩张速度往往持续加速的状态（规模优势开始显现，且逐步强化）。e.g：麦当劳、星巴克在第0-1000家门店的扩张时分别花了19年和14年，而第1000-2000家时仅花3年时间。海底捞在第0-146家门店花了26年，但19-21年有望新增800家门店。
- 国内餐饮行业品牌化率依旧很低，CR50合计市占率仅4.91%，而美国达到27.72%，未来在品牌影响力、管理模式成熟、二三四线消费崛起推动下，国内餐饮行业的好赛道（即容易规模化复制的子行业）——火锅、咖啡、茶饮、快餐领域在未来5~10年有望持续孵化更多龙头。

图：麦当劳在中国开了1000家门店后，展店显著提速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图：星巴克在中国开了1000家门店后，展店显著提速

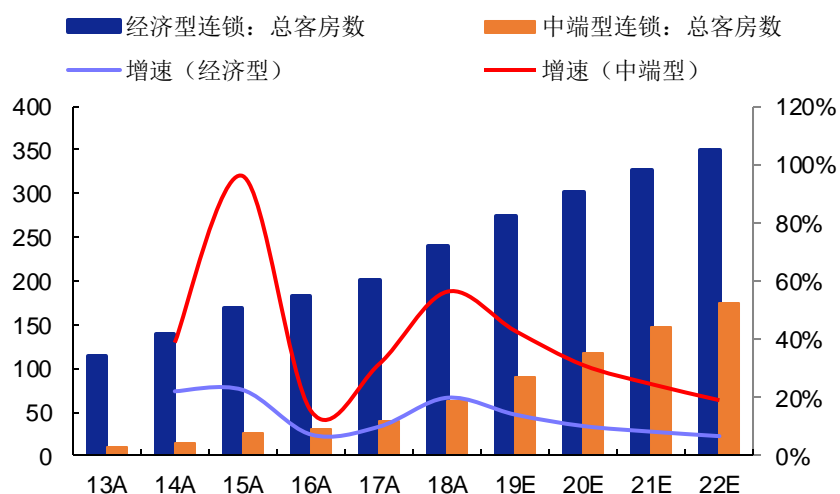


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.2 住：中高端发力+经济型升级，品质化提升

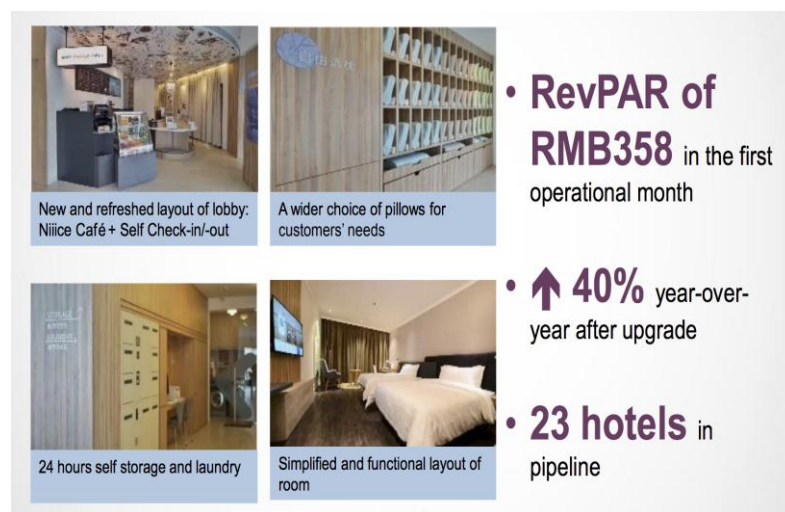
- 上游要素商（住——酒店）：三大慢变量持续推动酒店中高端发力+经济型升级，行业迎来品牌化提升
- 中高端酒店下沉二三线，有望继续快速发展：中高端酒店在2014年以华住的“全季”面世以来，行业至18年仍旧保持高速增长（18年行业总客房增速达56%），我们预计2019-22年复合增速可至29%，约占未来4年有限服务型连锁酒店客房增量的50%以上。
- 经济型酒店升级成“经济型+”，推动存量RevPAR提升：华住经济型主力品牌——汉庭在2017年提出3年改造90%存量门店至“汉庭 2.0”，有望持续推动经济型产品升级；首旅经济型主力品牌——如家在2018年也启动了100家经济型直营店升级改造至“如家 3.0”，2019年计划继续改造200家，并在未来持续向经济型加盟店实施推广。

图：未来5年，中端酒店有望继续快速增多，占总增量50%+



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心测算

图：华住经济型品牌汉庭升级改造后，RevPAR增幅可达40%

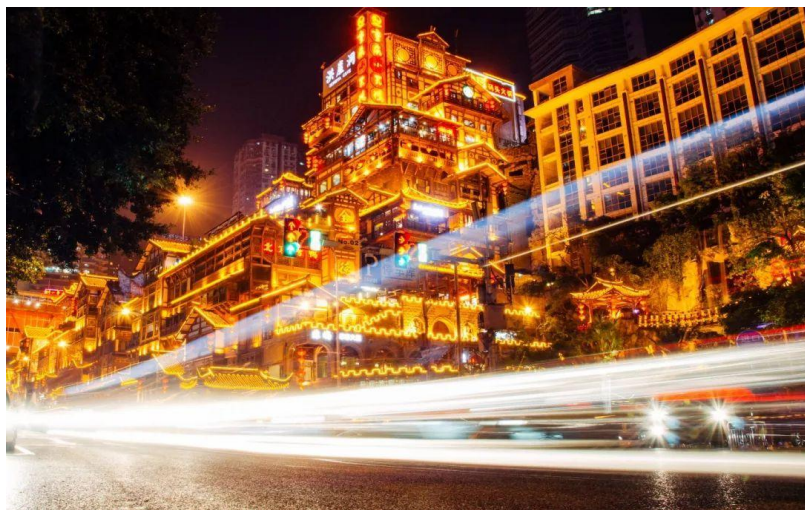


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.3 游：观光游向休闲游、品质游、网红游升级

- **上游要素商（游——景区）：抖音等社交软件兴起，加速个性化旅游和网红目的地发展**
- **社交营销赋能：抖音流量助力+网红效应引流，激发个性化消费市场。**截止2019年1月，抖音的日活跃用户已突破2.5亿，月活突破5.0亿。巨大的流量端口为国内个性化旅游实现了强有力赋能。以2018年被抖音捧红的城市——重庆为例，夜晚的洪崖洞、穿楼而过的李子坝轻轨等都在抖音上赚足了点击量，使重庆成为18年的TOP3旅游目的地。四川的稻城亚丁同样也社交营销的流量之势成为热门选择。
- 未来在抖音、微信、微博等社交媒体催化下，实现了信息更快的传播，预计将加快推动个性化旅游、w网红目的地等在90后和00后的推广，重要性凸显。

图：网红游：18年在抖音种草下，重庆洪崖洞热度仅次于故宫



资料来源：摄影部落

图：2012年以来，休闲游代表的乌镇客流增速持续好于山岳景区



资料来源：摄影部落

3.2.3 游： 观光游向休闲游、 品质游、 网红游升级

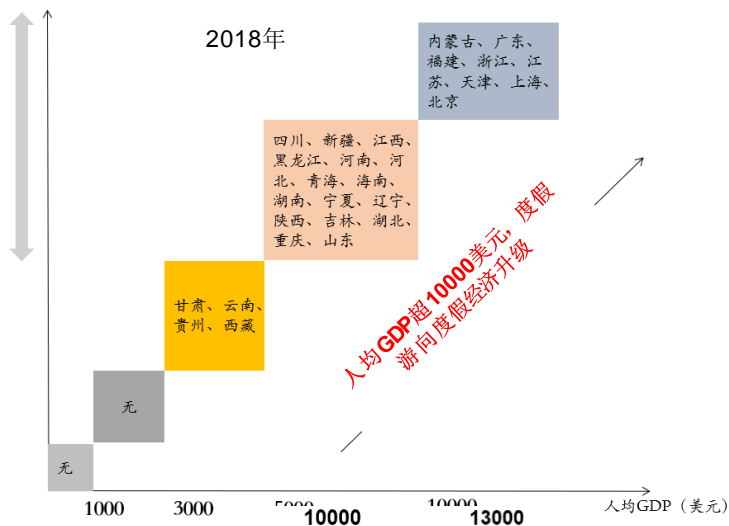
- 上游要素商（游——景区）：人均GDP超过10000美元门槛，旅游开始向综合度假游品质化升级

表 5： 度假经济趋势下， A 股各景区上市公司已纷纷开始升级转型

公司	新消费场景打造
中青旅	①乌镇转型会展小镇，承办合众新能源企业中期战略会暨哪吒汽车首秀、2018 歌薇 CZ 跃型耀色大赏、中国国际名城经典车拉力赛等活动。 ②乌镇开设纸艺及手作课堂、古波斯诗抄本特展、老电影配音秀等特色活动吸引学生。 ③古北水镇推出长城踏春季、昆虫乐队表演、春季运动会、花艺课堂等主题活动。
峨眉山 A	“只有峨眉山”演艺项目预计 2019 年可投入使用，演艺项目进一步丰富了景区业态内容，增强了休闲游属性。
黄山旅游	①一山一水一村一窟外延； ②开设特色小镇项目谋划“旅游+ 电商”、“旅游+ 文旅”、“旅游+ 演艺”； ③在石窟中引入 VR，AR 打造新体验。

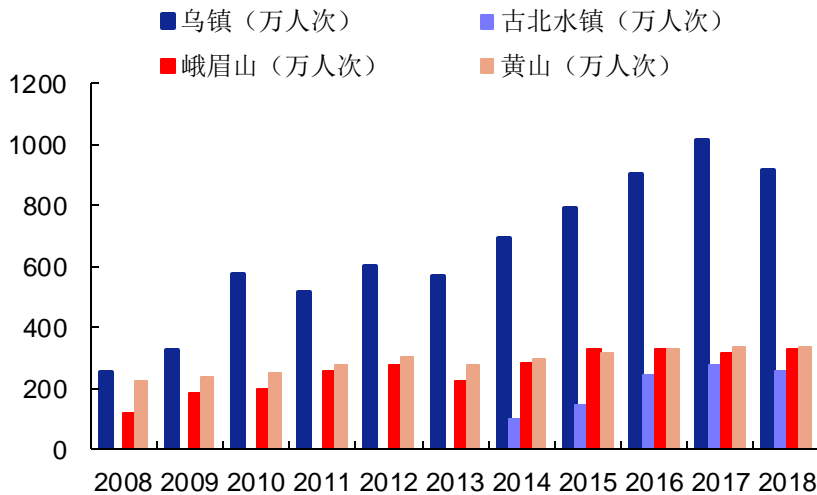
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图： 国内人均GDP 19年超1万美元，旅游向度假经济转型升级



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心整理

图： 2012年以来，休闲游代表的乌镇客流增速持续好于山岳景区

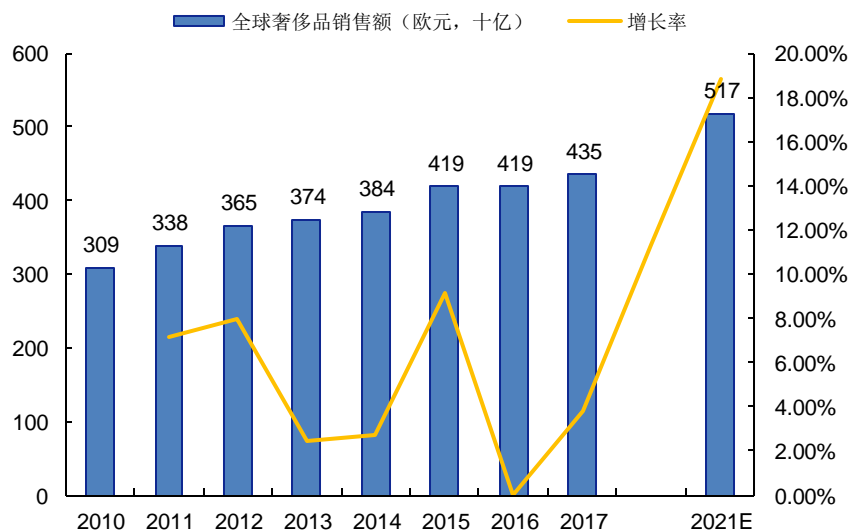


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.4 购：消费水平提升，政策强调消费回流

- 上游要素商（购——免税）：消费水平提升，政策强调消费回流，行业空间打开
- 居民消费升级，中国是奢侈品消费大国：2017年，全球奢侈品市场的整体规模增长3.82%，规模约为4350亿欧元；其中，中国奢侈品销售额位列全球第一，整体销售额约为1305亿欧元，占全球奢侈品销售额近1/3。

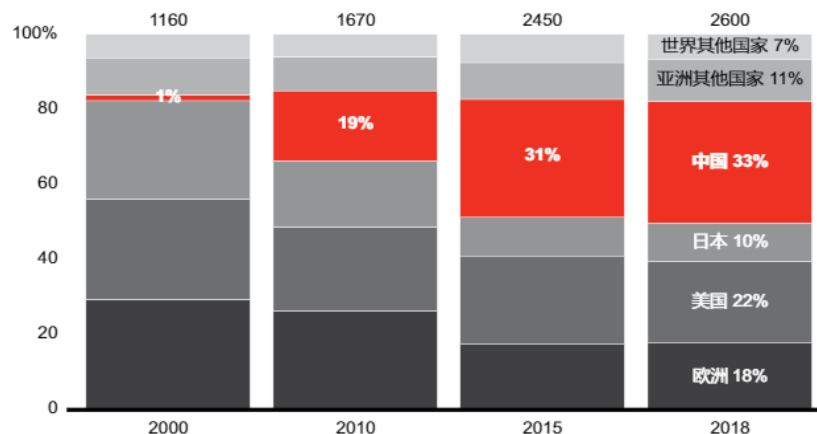
图81：2017年奢侈品行业规模增速约3.82%



资料来源：安永，安信证券研究中心

图82：中国占全球奢侈品销售的33%

全球奢侈品市场，按消费者国籍划分（%，亿欧元）



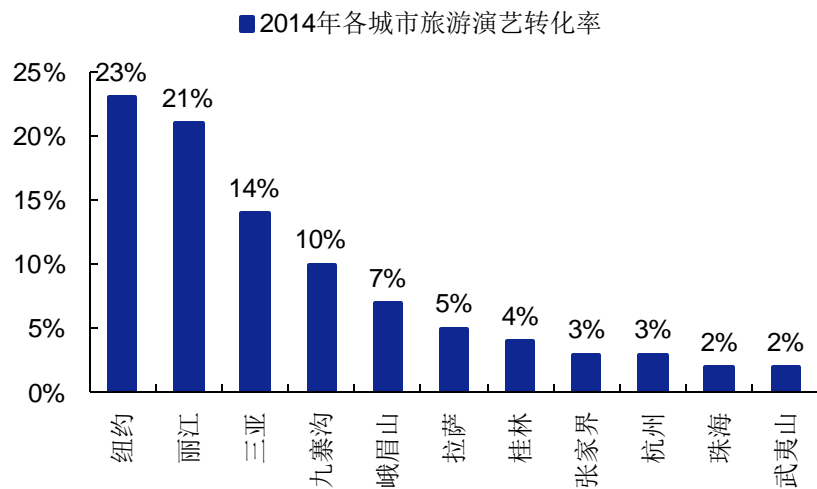
注：由于采用四舍五入，各细份比例总计不到100%；

资料来源：贝恩中国奢侈品市场研究，安信证券研究中心

3.2.5 娱：演艺有限供给不足，龙头持续享受盛宴

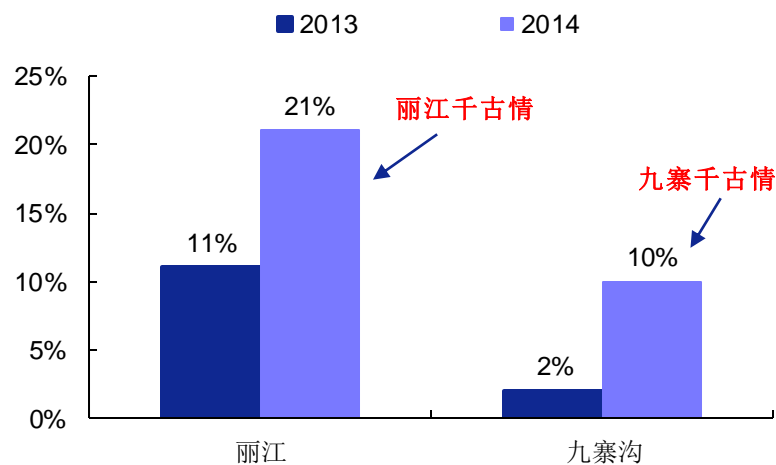
- 上游要素商（娱——演艺）：休闲度假经济趋势下，演艺等文娱潜在需求大，但国内有效供给仍不足
- 根据道略演艺数据统计，国内2016年旅游人次达44.4亿人次，但期间国内旅游演艺的观众人数仅5391万人次，渗透率仅1.21%。我们认为旅游演艺供给数量已经较多，但实际的有效供给仍非常有限。
- 全国目前大约有100多个城市有旅游演出项目，而其中只有8个城市的观演转化率超过4%，意味着超过90%的城市提供的旅游演出项目都无法满足旅客的需求，无法将旅客转化。相反，高质量的旅游演出对城市的观演转化率有很大的提升作用（参考千古情在2013年入驻对丽江和九寨沟的影响）。
- 未来趋势：在人均GDP迈过10000美元趋势下，国内旅游演艺的潜在需求增长但有限供给不足的格局预计仍将延续（剧本创作成熟周期需5~10年+品牌影响力建设周期长+人才、资金培养成本大），行业内已经成功的龙头（宋城演艺、印象系列）有望在未来3~5年持续享受市场红利。**

图：国内大多数旅游城市的演艺转化率仍旧非常低



资料来源：道略演艺

图：优质演艺项目可显著提高转化率，国内旅游演艺有效供给不足



资料来源：道略演艺

3.3 中游分销商：全产业链布局是未来出路

- **中游分销商（旅行社、OTA）：产业链哑铃型发展，获取上游资源+横向扩张是中游企业的未来出路**
- 目前国内经营出境旅游业务的旅行社之间基本形成了批发、代理、零售的垂直分工格局，大体分为旅游批发商、综合零售商和代理商。随着互联网对旅游行业的渗透，出境游产业链渠道价值被压缩，上游要素资源和下游平台流量价值凸显，产业链呈哑铃型发展。
- 产业链哑铃型发展情况下，中游集中度提升，中游企业出路在于：①获取上游资源，提升资源壁垒和议价能力；②横向扩张，提升市占率，提高议价能力。

图：出境游产业链哑铃型发展，中游集中度提升是未来出路

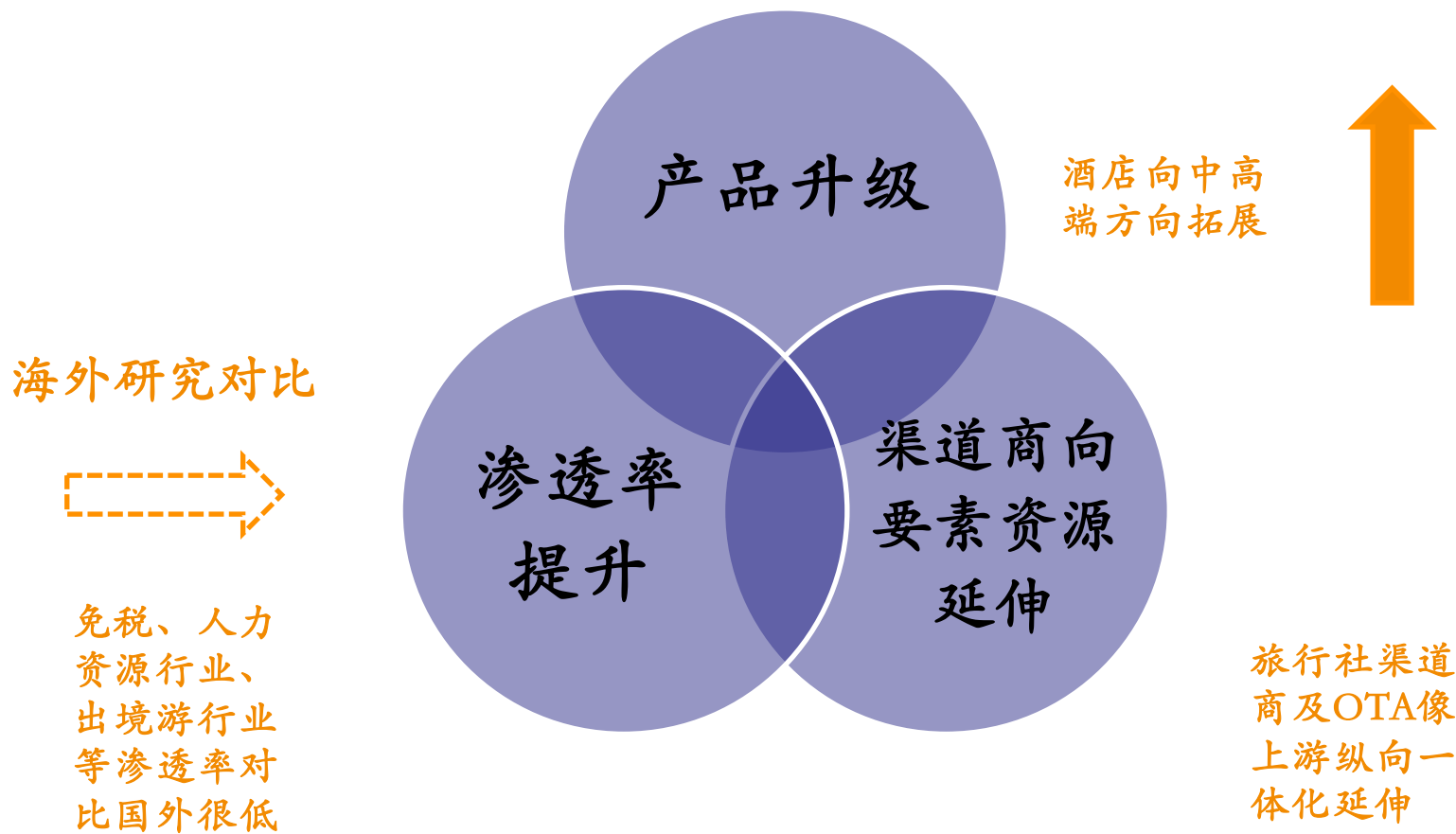


资料来源：国家统计局、安信证券研究中心整理及测算

目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量
- 4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向**
5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

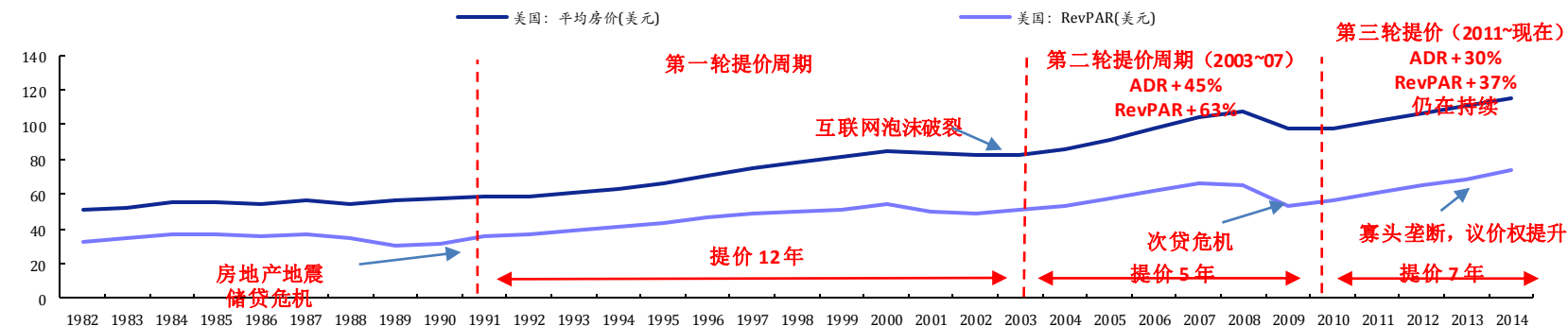
4.海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向



4.1 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

➤ 对标美国：酒店长周期角度看，RevPAR持续提升为大趋势，产品升级是关键

图28：平均房价带动RevPAR增长，美国1989年以来已经历3轮提价周期



资料来源：安信证券研究中心整理

表2：美国3轮酒店提价周期的相关背景及特征

提价轮次	时间区间	主要宏观经济特点及驱动事件	行业特征
第一轮	1989-2000 12年	1) ADR与GDP增长率呈现明显正相关； 2) 人均GDP 12年间复合增长率为4.32%； 3) 人均可支配收入复合增速为4.36%； 4) 同期CPI复合增速2.7%； 5) 以储贷危机和房地产地震结束为开始标志。	1) 行业平均ADR提高51%，RevPAR提高78%； 2) 提价下半程(1995-2000)，酒店门店数量自46万间提升至53.5万间，年复合增速为2.93%，逐步弥补了供需缺口； 3) 提价周期全程RevPAR复合增速5.4%，跑赢同期通胀。
第二轮	2003-2007 5年	1) 同期人均GDP复合增长率为4.71%； 2) CPI复合增长率2.55%； 3) 人均可支配收入复合增长率4.37%； 4) 以2000年互联网泡沫破裂2年后美国经济复苏为标志开始。	1) 行业平均ADR提高45%；RevPAR提升63%；酒店业平均房价由2003年Q3的91美元提价至2008年Q2的130美元，提价42.86%，CAGR约7.80%，RevPAR复合增长率为9.4%； 2) 美国酒店业龙头万豪国际5年间加盟店占比在60-70%之间； 3) 酒店行业CR5集中度提升至41.3%； 4) 2007年经济型酒店数量达到12287家。
第三轮	2010至今	1) 人均GDP复合增长率为2.98%(2016年)；人均可支配收入CAGR为2.70%(2016年)； 3) CPI复合增长率为1.24%(2017年)。	1) ADR提升29.66%，RevPAR提升36.9%；ADR 6年间CAGR约3.18%，RevPAR六年间CAGR为4.59%； 2) 酒店业龙头万豪国际加盟比例2015年由70%左右提升至97%； 3) CR5集中度2013年达到54.4%；CR10为70%，行业成寡头垄断格局； 4) 2011-2015年美国经济型酒店客房数量由74.7万间增长至196.9万间，日均客房需求由239.1万间增长至362.6万间，经济型酒店需求/供给由3.2降至1.8。

资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心整理

4.1 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

表2：中美酒店价格差显著高于其他消费品

单位：美元	品牌	中国价格	品牌	美国价格	美国价格/中国价格
经济型酒店 ADR		26		62	2.4X
中端酒店 ADR	 全季酒店	47		114	2.4X
KFC 快餐		5		7	1.4X
运动鞋		75		75	1.0X
公交		0.3		0.3	1.0X
电影票		5		8	1.6X

与美国同类消费品的相对比价来看，我国酒店平均房价与美国差距明显高于其他消费品类，未来提升空间大。综合国内外情况与行业特征，从横向对比角度我们认为酒店提价空间在40%左右。

4.1 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

①酒店行业中长期：我国2017年酒店行业的连锁化率约28%，相比亚太、欧美和美国均在47%~70%的连锁化水平尚有可观的提升空间。叠加国内单体酒店转连锁后盈利能力大多均能实现提升，我们未来国内酒店行业连锁化持续提升的趋势依旧不变，且空间依旧大，酒店龙头的成长逻辑延续。

图80：美国中高端酒店占比在持续提升

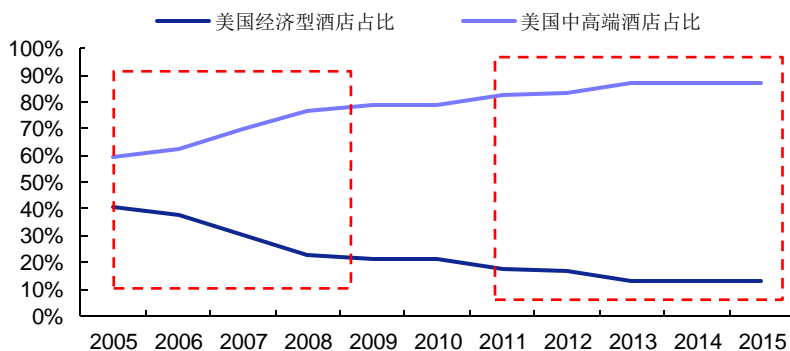


图80：美国酒店在第二轮提价周期内集中度不断提升

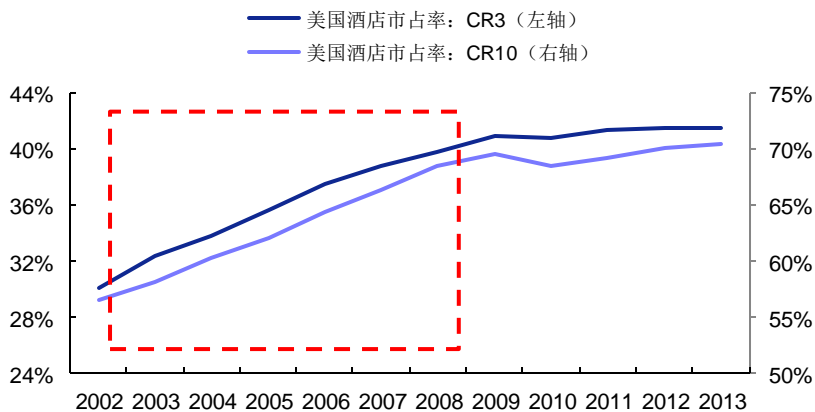


图81：我国中端酒店占比有望继续提升，结构有望优化

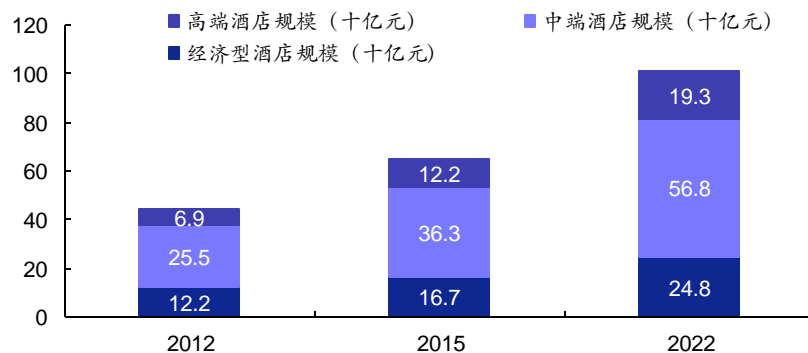
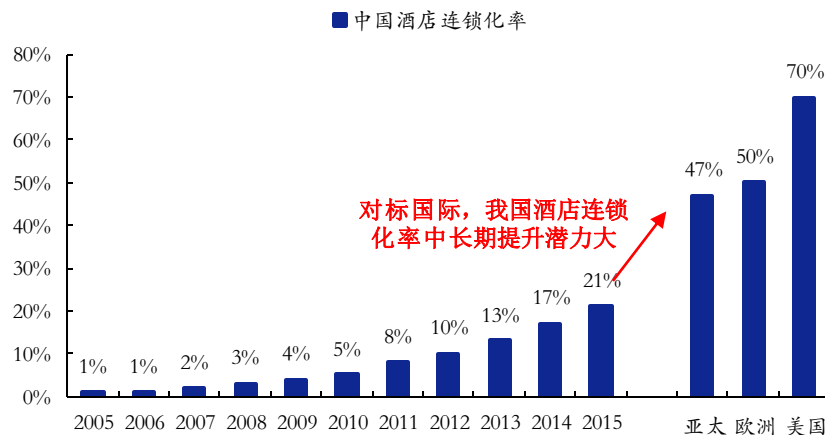


图81：对标国际，我国酒店连锁化率仍旧相对较低

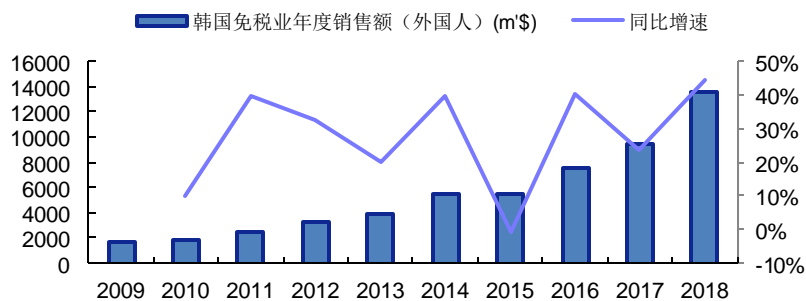


4.2. 海外复盘—免税：享受渠道渗透红利，市内店空间巨大

➤ 韩国免税业起步较早，已形成双寡头竞争格局

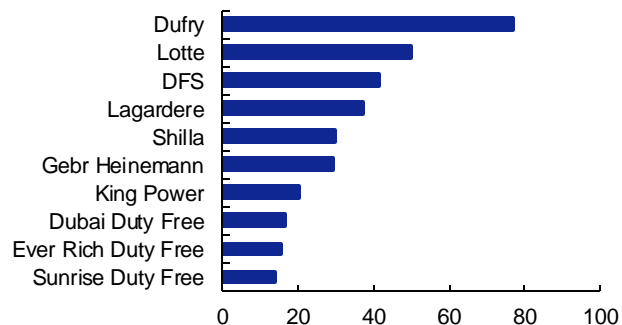
- 韩国免税业于1980年起步阶段，从市场份额来看，2008年韩国免税市场份额超越英国，成为全球最大的免税品消费市场。亚洲消费者赴韩旅游消费起到了巨大拉动作用，其中中国游客是主力。市内店成为韩国免税市场最重要组成部分。

图81：韩国免税销售额保持高速增长



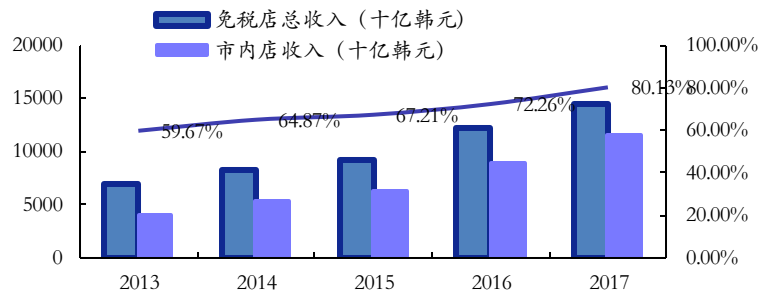
资料来源：韩国免税业协会，安信证券研究中心

图81：16年世界前十免税商规模（亿美元）



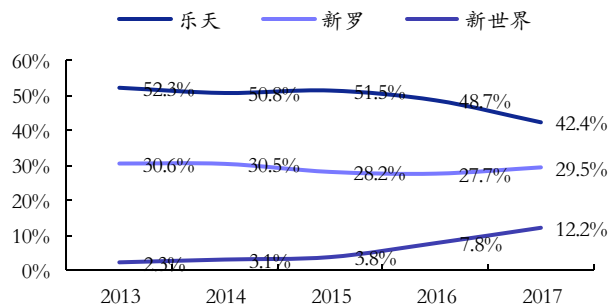
资料来源：德勤，安信证券研究中心

图82：韩国市内店占比持续提升



资料来源：韩国海关总署，安信证券研究中心

图82：乐天、新罗市占率较大



资料来源：德勤，安信证券研究中心

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 驱动欧洲和日本灵工大发展的要素：政策开放

欧洲： 灵工发展萌芽期在20世纪70年代-80年代，这个时期的欧洲出现了经济滞胀和大规模失业；为降低失业率，欧洲多个国家实行工资灵活化、工作时间灵活化和放松就业保护等，从而改善劳动力市场的僵化，恢复劳动力市场的灵活性，用以降低欧洲国家的失业率。但随着后续政策对灵活用工限制有行业到工作市场逐步开放限制，催化了欧洲灵活用工行业在1970-2012年长达40年的发展期。

德国灵活用工政策逐步放开（1972-2012）

Table 2: Changes to temporary agency employment legislation in Germany, 1972–2012

Year	Impact on temporary agency work
1972	Introduction of the Arbeitnehmerüberlassungsgesetz (AÜG) or 'Temporary Employment Act'.
1982	Prohibition of the use of temporary agency workers in the construction sector.
1985	Extension of the maximum length of temporary agency work assignments from 3 to 6 months.
1994	Further extension of the maximum length of temporary agency work assignments from 6 to 9 months.
1997	Further extension of the maximum length of temporary agency work assignments from 12 to 24 months.
2002	Further extension of the maximum length of temporary agency work assignments from 9 to 12 months.
2003–2005	Hartz Reforms: <ul style="list-style-type: none">• Elimination of the synchronisation ban and removal of restrictions on duration of contract.• Principle of equal treatment unless any other collective agreements.• Easing of the restrictions on the use of temporary agency workers in the construction sector.
2011	Posted Workers Act extended to include Temporary Agency Workers.
2011	Minimum wage established for Temporary Agency Workers.
2011	Restrictions on use of Agency Workers in 'company-internal transportation of goods' sector (Werkverkehr) were abolished.

德国灵活用工人数（1972-2014）

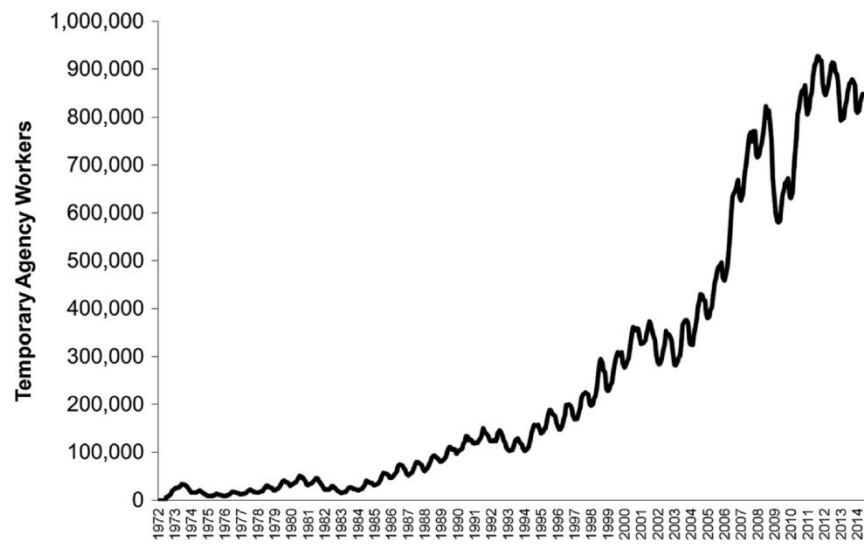


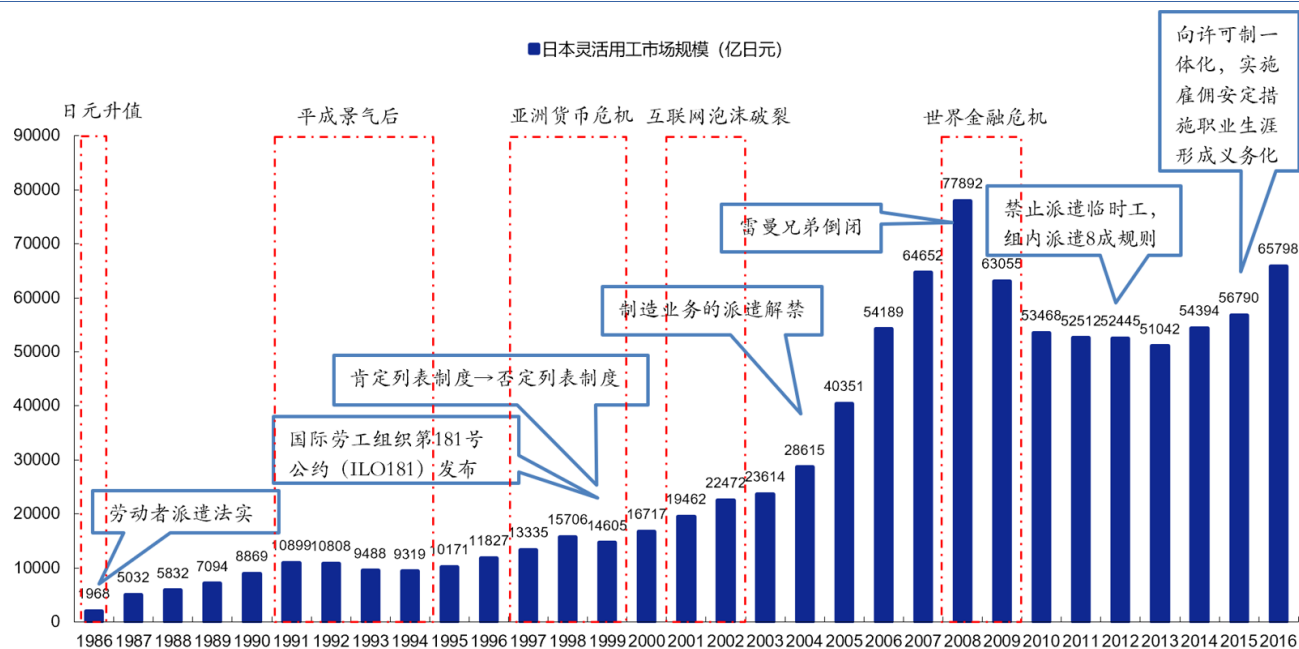
Figure 2: Temporary agency workers in Germany, 1972–2014.

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 驱动欧洲和日本灵工大发展的要素：政策开放

日本： 灵工快速发展时期为1986~2007年。日本在二战后大多企业员工为终身制，在一定程度上抑制了企业和劳动力市场的灵活性。至1985年，政府颁布了《人才派遣法》首次对灵活用工的就业体制在法律上进行了局部合法化，并在1999年颁布了《国际劳工组织第181号公约》首次对灵活用工进行了全合法化，再到2004年颁布了《制造业劳务派遣解禁》。三次政策开放对灵活用工在日本发展产生了深远影响，直接促进了该行业的繁荣并催生出了Recruit和Persol等灵活用工龙头企业。

图 13：日本灵工市场在 1985 由 16.5% 渗透率一直提升至 2016 年的 42%，市场规模由 0.2 万亿扩大至 6.58 万亿日元



4.3. 海外复盘—人服：中长期行业红利空间大，低渗透率时逆周期

➤ 驱动美国灵工大发展的要素：政策开放+经济复苏

美国： 灵工快速发展时期主要在1970~1990年。1970年代是市场主导的初始阶段。失业率高企，固定工资增长速度不及通货膨胀增长，人们开始将目光转向更为灵活变通的灵工方式以获取更满意的报酬。1980年代，政府逐渐认识到灵工行业不再只是一个“减震器”，可以在重组经济中持续发挥作用，完善相应的法律法规，进一步引导灵工市场规范化发展，为1990年代灵工行业爆炸式增长提供制度保障。1990年代，美国制造业和服务业反弹复苏，劳动力资源自由化的思想逐渐在蓝领，白领阶层散开，商业客户也逐渐意识到灵工服务的重要战略意义，美国灵工行业迎来了爆炸式增长时期。

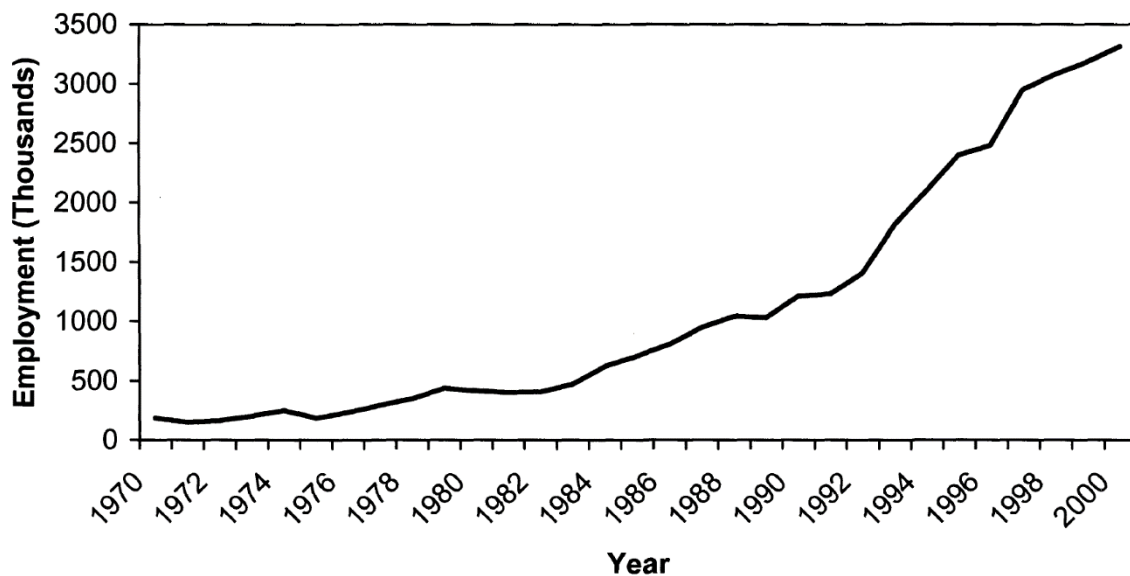


Figure 2. Change in TSI employment, 1970 to 2000. Sources: U.S. Bureau of the Census (1970–2001); American Staffing Association; authors' calculations.

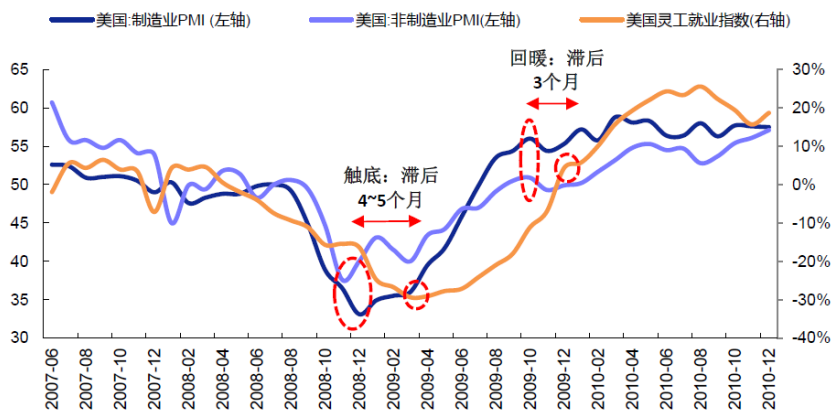
4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 成熟灵工市场与经济滞后3~5个月，但低渗透率时可持续跑赢经济

1) 在灵工渗透率已处成熟期的美国和欧洲：与宏观经济高度相关，美国灵工市场相比宏观滞后约3~5个月，欧洲滞后约3~9个月。

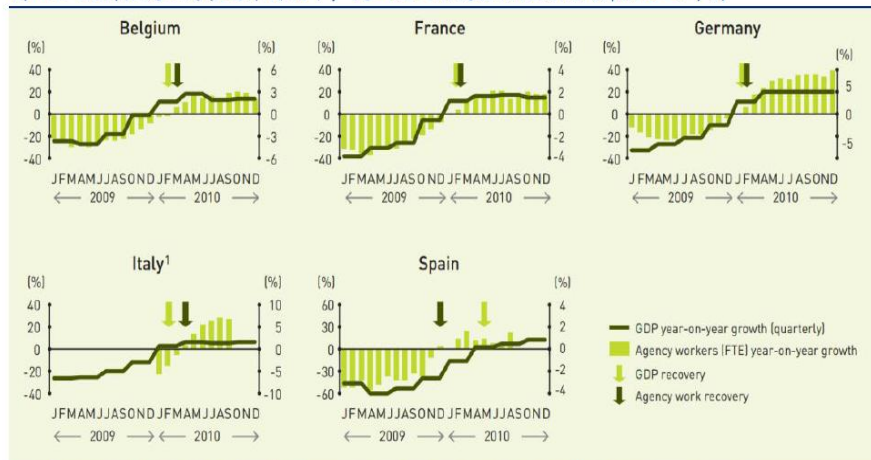
主要原因：成熟市场中灵工的供需已高度市场化且处于相对平衡状态。①当经济下滑，PMI等指标率先下降：但由于灵工的合约最短也往往3~6个月左右，因此就业人员仍在合同期间内，后续的人数下滑更多是合约到期不续约所致，存在3~6个月的滞后；②当经济回暖复苏时：企业往往在判断经济的回暖已具备可持续性时才开始招聘灵工从业者，因此灵工人数的回升同样存在一定的时间滞后。

图 10：美国在灵工高渗透率情况下，灵工就业景气程度与宏观滞后约 3~5 个月



资料来源：美国短工供应协会、美国经济分析局、安信证券研究中心整理

图 11：欧洲在灵工高渗透率情况下，灵工就业的复苏相比宏观约滞后 3~9 个月

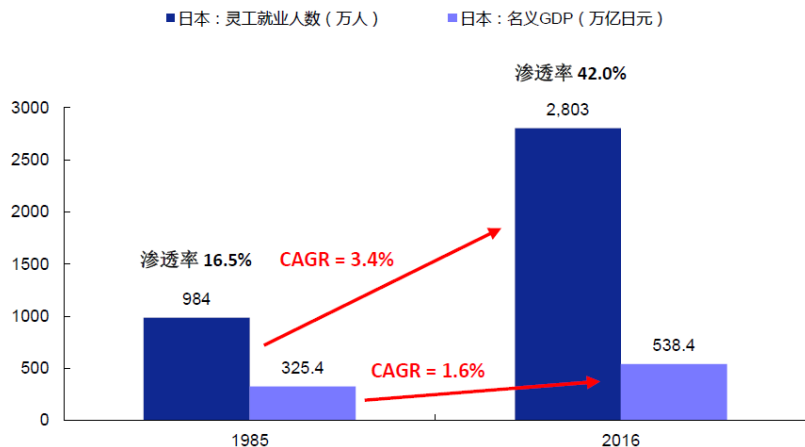


资料来源：经济合作与发展组织（OECD）、国际私营职业中介机构联合会（CIETT）、安信证券研究中心

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

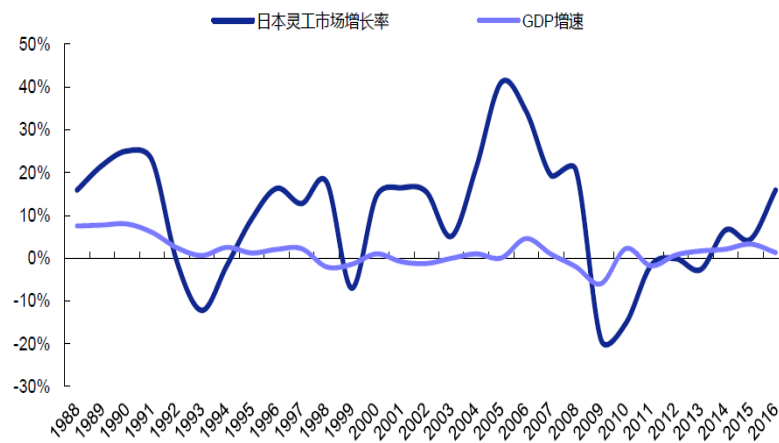
2) 灵工渗透率仍处低位的日本20世纪80年代中期：受益行业渗透率提升（1986-2016年），灵工市场规模的增速持续跑赢日本GDP增速。从70年代初的开始兴起，直到2016年发展成熟，日本灵工渗透率的整个提升期经历了超过40年的时间，并在此期间催生出了Recruit等优秀的人力资源巨头企业。

图 12：日本在灵工低渗透率情况下，从业人数增速显著高于经济增速

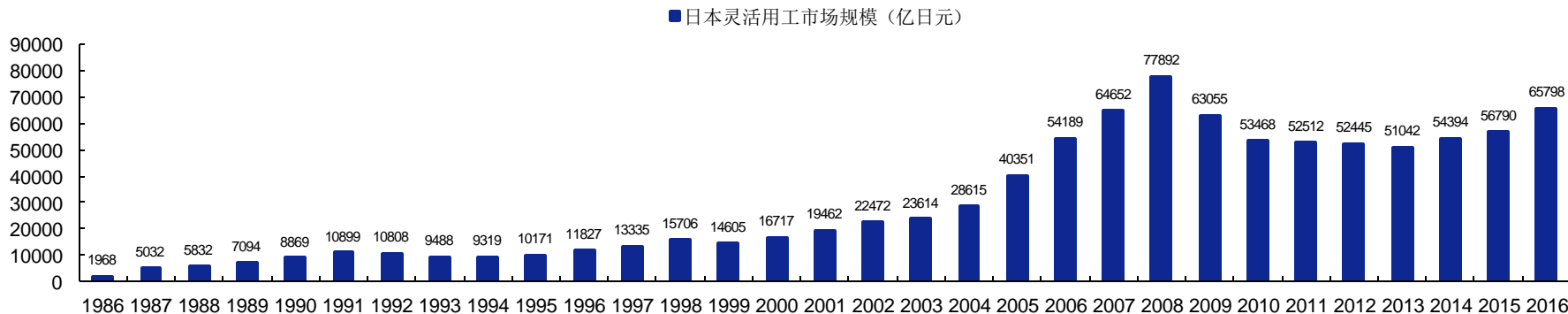


资料来源：国际私营职业中介机构联合会 (CIETT)、安信证券研究中心整理

图 14：在日本灵工渗透率提升红利下，灵工市场规模的增速持续且远超日本 GDP 增速



资料来源：Wind、Japan Staffing Services Association (JASSA)、安信证券研究中心

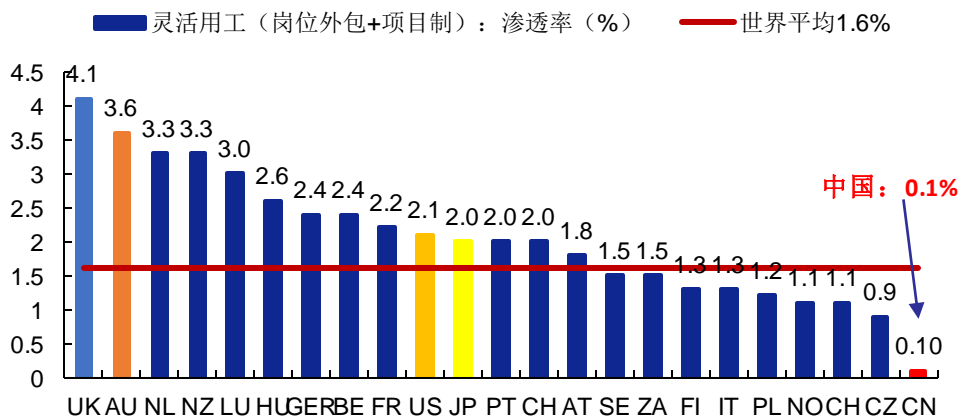


资料来源：JASSA、安信证券研究中心整理

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

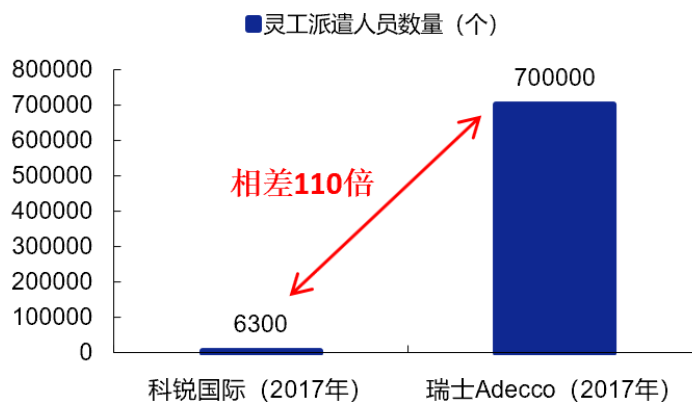
美国和日本灵工渗透率分别达2.1%和2.0%，国内目前不足0.1%（剔除劳务派遣和兼职），发展仍处于初期。

图：国内灵活用工（剔除兼职）渗透率仅不足0.1%，远低于欧美日



资料来源: WEC

图 26: 国内龙头科锐的灵工派遣总人数仅欧洲龙头的 0.9%



资料来源: 科锐国际公告、Adecco 年报、安信证券研究中心

图 56: 海内外人力资源巨头公司情况一览

集团名称	国家	核心业务	18年营业收入 (亿元 / CNY)	18年净利润 (亿元 / CNY)	18年净利率 (%)	ROE (%)	市值 (亿元 / CNY)	PE TTM
Adecco	瑞士	人才派遣/租赁/安置服务	1873	35.9	1.9%	12.8%	632	17.9x
Randstad	荷兰	人才派遣/租赁/安置服务	1816	48.3	2.7%	14.8%	1392	14.4x
ManpowerGroup	美国	人才派遣/租赁/安置服务	1509	38.2	2.5%	20.6%	369	10.5x
RECRUIT	日本	猎头服务与招聘流程外包	1284	89.6	7.0%	18.9%	3429	38.3x
HAYS	英国	猎头服务与招聘流程外包	591	17.0	2.8%	25.7%	207	16.9x
Persol	日本	人力资源外包	532	5.7	1.0%	5.5%	286	62.3x
Groupe Crit	法国	人才派遣/租赁/安置服务	226	7.9	3.6%	33.4%	56.8	12.3x
科锐国际	中国	人才派遣/猎头服务/RPO	23	1.2	6.2%	16.2%	62	48.4x

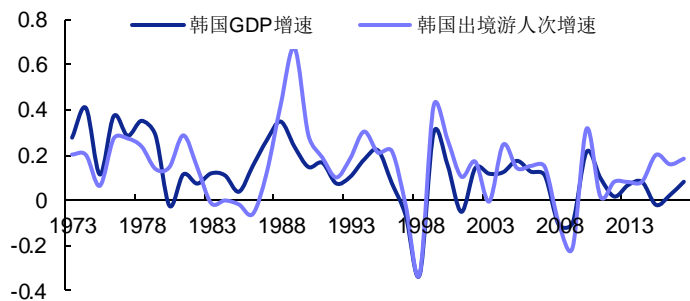
资料来源: Bloomberg, 公司公告

4.4. 海外复盘—出境游：与经济相关，渠道商向上游延伸为趋势

➤ 韩国出境游增速与经济相关性明显，已形成寡头垄断

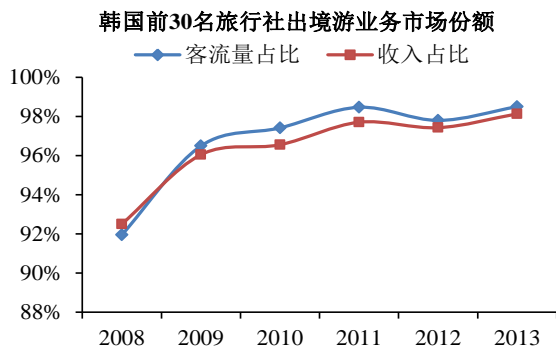
- 韩国出境游历经三个阶段，与GDP增速呈现出明显相关性。零售商市场集中度较高，Hanatour和Modetour占有逾30%市场份额。国内目前出境游的渗透率与海外相比，依旧处于低位。

图：韩国出境游增速与GDP增速呈现出明显相关性



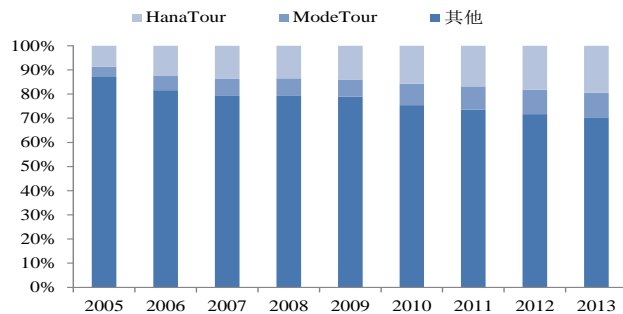
资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

图：韩国旅行社市场集中度较高



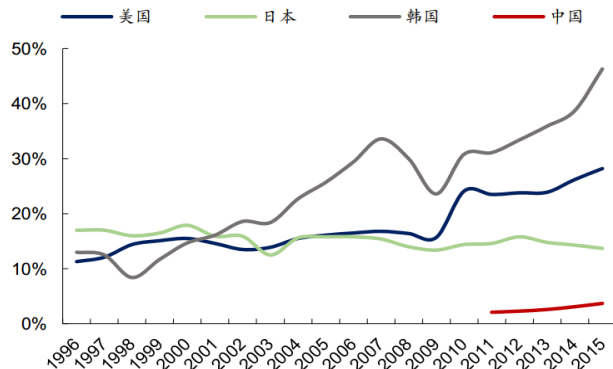
资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

图：Hanatour和Modetour占市率逾30%



资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

图：国内出境游渗透率远低于成熟市场



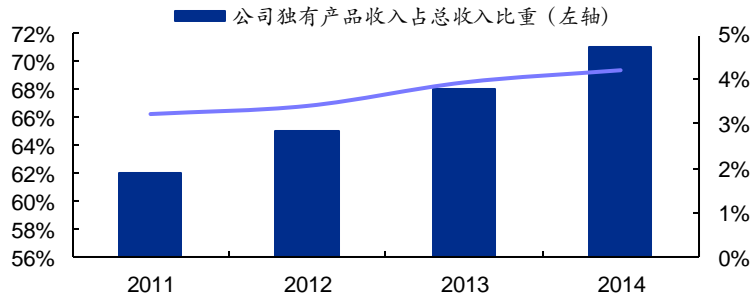
资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

4.4. 海外复盘—出境游：与经济相关，渠道商向上游延伸为趋势

➤ 出境游上游要素资源纵向一体化

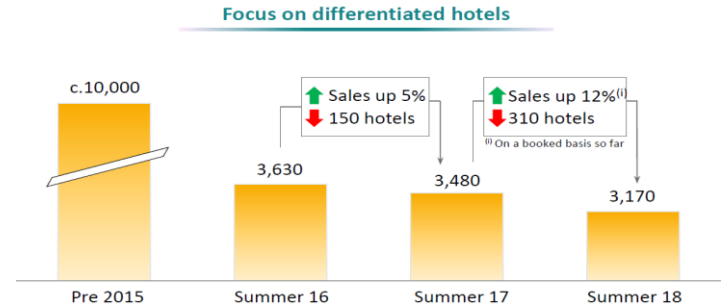
- 欧洲旅游行业历经百余年发展，已经处于成熟阶段，形成了寡头垄断格局。欧洲前两大龙头TUI和Thomas Cook重视上游资源建设，已形成坚固壁垒。

图：TUI Travel营业利润率随独有产品占比提升而提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图：Thomas Cook注重品质化酒店管理，从而实现营收增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图：Thomas Cook持续加码上有航空资源建设

时间	事件
2001	Thomas Cook 正式为成立全资子公司申请 Thomas Cook 保加利亚航线，并为其申请运营牌照
2002	Thomas Cook 保加利亚航线正式开始运营，以空客 A320 执飞
2003	公司设立 Thomas Cook 英国航线
2008	公司兼并柏林神鹰航空（主要执飞从法兰克福机场出发往亚洲非洲、北美、南美及加勒比地区的国际航线），将公司航线业务由欧洲拓展至全球
2011	与空客公司签订合同，购买 12 架空客 321 飞机，于 2014 年交付，进一步扩大航线运营能力
2017	将 Thomas Cook 保加利亚航线出售给 SHS Aviation
2018	兼并柏林航空公司

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量
4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向
5. **“空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业**
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业

社会服务行业中免税、职业教育和人力资源服务三个子行业维持较高景气度，重点关注竞争优势显著，业绩高增长且确定性较高的龙头公司。

表：社服细分板块五个层面进行评分

行业	行业空间	龙头竞争优势	行业壁垒	龙头业绩增速	业绩确定性
免税	5	5	5	4	5
职业教育	4-5	4	4	5	3
人服	5	4	2	5	4
出境游	5	2	2	3	2
酒店	2-3	3-4	3-4	2-3	2-3
休闲景区	3	4	4	3	3
自然景区	2	3	5	2	3
餐饮	2	3	2-3	2	3

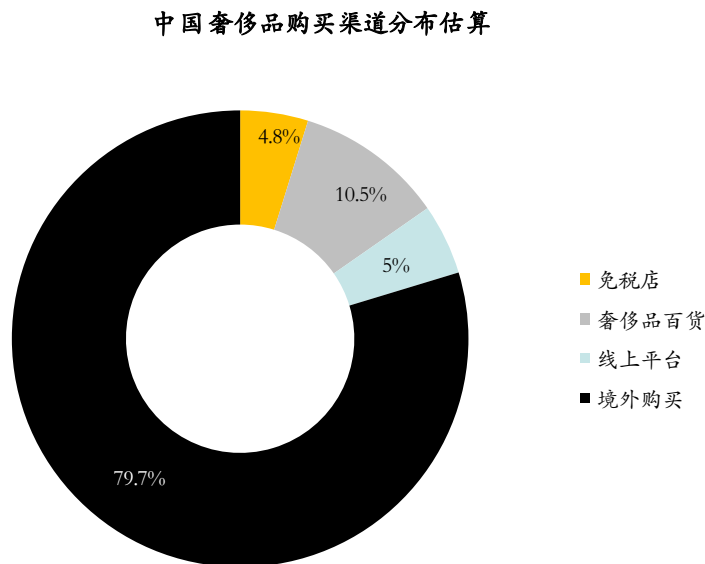
*各维度评分最高为5分，最低为1分，其中业绩增速表示未来2-3年平均增速

5.1 免税：行业空间打开，寡头格局夯实

➤ 供给端：政策意图吸引消费回流，推动免税行业供给侧改革

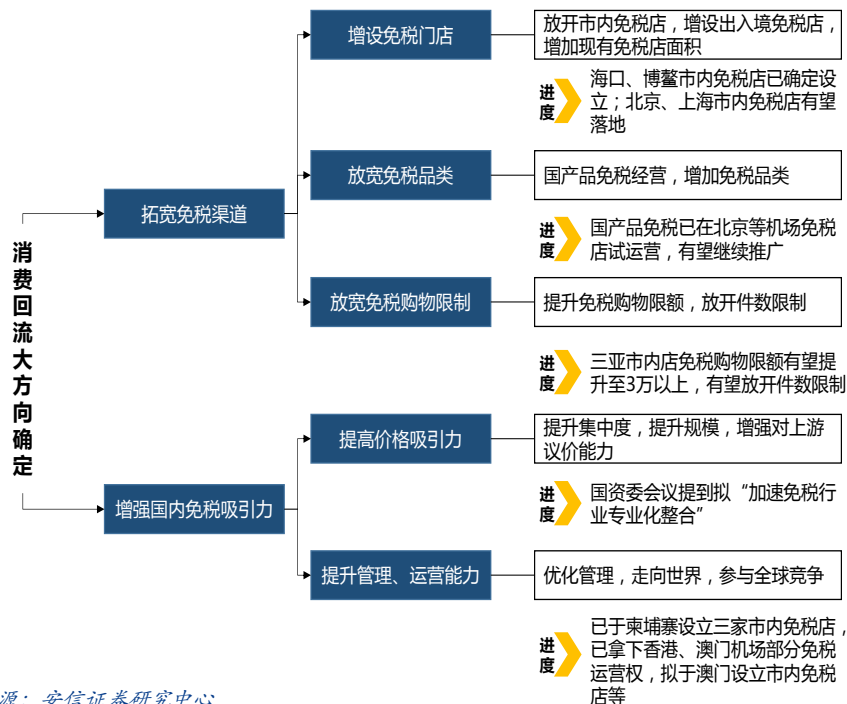
- 奢侈品消费外流严重，政策强调消费回流。根据我们估算，中国免税店仅分得奢侈品市场5%份额，近80%奢侈品由境外直接购买，10%购买自高端奢侈品百货商场，另外5%则通过线上平台购买。我国在海外的巨额消费以及巨大的外汇流出、消费逆差引起了国家对消费回流的重视，国家采取一系列措施引导和促进消费回流。

图：中国免税店仅分得奢侈品市场5%份额



资料来源：开锐咨询，36Kr，搜铺资讯，智库12，安信证券研究中心

表：政策推动免税行业供给侧改革



资料来源：安信证券研究中心

5.1 免税：行业空间打开，寡头格局夯实

未来看点：海南政策落地、市内店打开新空间、海外扩张稳步推进，规模扩张毛利率稳步提升

- ①免税限额提升：有望提升海南免税销售客单价，有可能催生海南本地居民进行代购。
- ②市内店打开新空间：市内店落地将带来可观增量业绩。
- ③海外扩张稳步推进：澳门机场免税店已于2018年5月24日签约，从6月1日起正式接手；新加坡预计2020年落地；其他东南亚国家将会持续跟踪，未来会在中国人比较多的地方开更多的免税店。
- ④规模效应带来的毛利率及盈利能力持续提升

市内店打开新空间、海外扩张稳步推进，表：北京及上海市内免税店空间测算

	北京	上海	数据来源
2017年国际及港澳台旅客吞吐量(万人次)	2642	2,844	Wind
平均增速	8%	10%	Wind
购物渗透率	5%	5%	假设市内店为海南购物渗透率50%
客单价(元)	4700	4700	对标海南免税
市内店销售额(万元)	310435	334170	计算所得
毛利率	58%	58%	对标机场免税店
营业面积(平方米)	6000	6000	草根调研, 估计
租金(元/平方米/天)	35.6	38.5	世邦魏理世
年租金总额(万元)	7796	8432	计算所得
折旧摊销率	1.5%	1.5%	对标三亚
折旧摊销(万元)	4657	5013	计算所得
特许经营费率	1%	1%	对标机场免税店
特许经营费(万元)	3104	3342	计算所得
期间费用率	15%	15%	对标机场免税店
期间费用(万元)	46565	50126	计算所得
营业利润(万元)	122586	131920	计算所得
所得税(万元)	30647	32980	假设税率为25%
净利润(万元)	91940	98940	计算所得
净利润率	29.62%	29.61%	计算所得

表：中免集团全球化之路

资料来源：Wind，公司公告，世邦魏理世，安信证券研究中心

免税店	地址	开业时间	类型	营业面积	经营品类
吴哥免税店	柬埔寨吴哥	2014年12月30日	市内免税店	4500平方米	近20个大类的150多个国际奢侈品牌和13个柬埔寨特色品牌
西港免税店	柬埔寨西哈努克港	2015年12月30日	市内免税店	450平方米	近10个大类的100多个国际奢侈品牌
金边免税店	柬埔寨金边	2016年8月17日	市内免税店	3800平方米	香水化妆品、手表、首饰、太阳镜、时尚精品、烟草、酒水、食品等众多国际奢侈品牌
香港机场烟酒段	香港	2017年11月18日	机场免税店	3400平方米	以烟酒为主
澳门机场免税店	澳门	2018年6月1日	机场免税店	约1000平方米	

资料来源：人民网，中新网，新浪财经，新旅界，公司公告，安信证券研究中心

5.1 免税：行业空间打开，寡头格局夯实

► 业绩预测：19Q1业绩超预期，预计未来3-5年仍保持高速增长

单位：亿元		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018全年	2019Q1	2019E	2020E
总计	营业收入	88.4	122.4	132.2	127	470.1	136.9	453.6	475.8
	YoY	53%	80%	59%	69%	66%	55%	-4%	5%
	净利润	11.6	7.5	7.8	4.5	31.4	15.9	46.2	58.0
	YoY	61%	30%	29%	-34%	21%	37%	47%	25%
三亚	收入	27.0	14.4	15.7	23.0	80.1	34.3	104.1	125.5
	YoY	28%	29%	33%	36%	32%	27%	30%	20%
	净利润	5.4	2.5	0.7	2.5	11.1	6.9	13.2	19.7
	YoY	68%	71%	-60%	-6%	21%	27%	19%	49%
中免作为经销商供货给海棠湾获利	利润	4.3	1.4	2.6	-0.3	8.0	3.9	13.5	16.3
传统免税	收入	3.0	7.4	9.0	12.6	32	3.3	35.2	38.7
	净利润	0.7	1.2	1.7	1.3	4.9	0.9	7.0	8.9
免税批发	收入	2.0	4.4	3.4	5.7	15.5	8.3	15	15
	净利润	0.2	0.3	0.4	0.6	1.5	1.5	2.0	2.0
有税	收入	2.0	3.0	3.0	3.1	11.1	2.0	11.1	11.1
	净利润	0.5	0.6	0.4	0.4	1.9	0.5	2.2	2.4
首都T3	收入	17.7	15.4	17.5	16.8	67.4	22.0	96.1	105.7
	净利润	0.4	0.1	0.3	0.3	1.1	0.5	1.8	2.0
首都T2	收入					6.5	3.1	15.5	16.2
	净利润					0.7	0.2	0.9	0.9
香港机场烟酒段	收入	1.0	5.4	10.0	13.6	30.0	12.0	26.6	27.9
	净利润	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-2.1	-0.2	-0.5	0.7
日上上海	收入	11.0	39.2	32.5	21.9	104.5	39.9	137.9	152
	净利润	0.6	2.2	1.5	0.4	4.7	1.5	5.3	6.1
白云机场	收入						4.4	20.0	22.0
	净利润						0.3	1.2	1.5

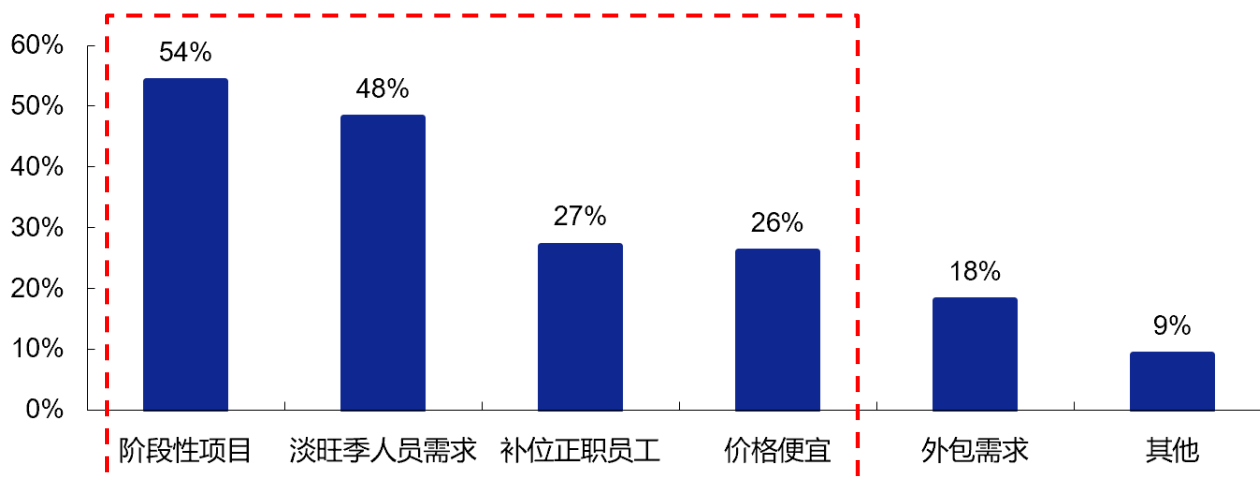
5.2 人服：灵工行业发展潜力大，推荐科锐国际

➤ 企业为什么用灵工 & 就业群体画像？

1) 从国内灵工用工的需求原因来看：阶段性项目的人手增补占比达54%；淡旺季人员变动所需占比48%；补位正职员工占比27%；根据万宝盛华的数据统计，其企业在使用的灵工模式后，用工风险平均下降了50%，用工弹性提升30%。

2) 就业群体画像：年龄18~34岁的灵工就业者占比达73%~92%，中专和高职学历的占总人数超50%

图 2：企业阶段性项目的人力需求增加是采用灵活用工模式的主要原因



5.2 人服：灵工行业发展潜力大，推荐科锐国际

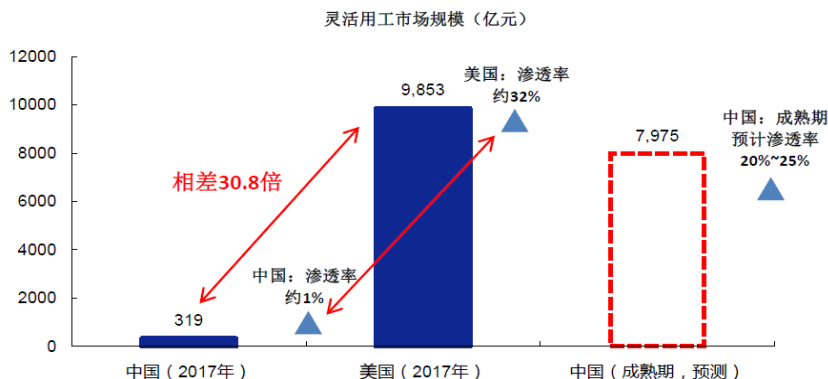
国内未来灵工未来需求增速及空间？

1) **短期判断**：对于国内灵工的未来需求判断，我们基于国内灵工低基数+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判断，推测国内灵工行业的增速或有望在未来呈一个斜角向上的“W”型走势，在经济不确定性增强情况下企业招聘灵工的意愿更加强烈。

2) **中长期判断**：根据WEC和HRoot的数据统计，我国2017年的灵工市场规模约319亿元，仅美国的3%。考虑到日本的灵工市场在20世纪70年代开始出现后，持续了接近40年的渗透率提升期，我们认为国内在2010年开始，未来20~30年灵工行业将持续享有渗透率提升的成长红利。

中长期看，若国内的灵工渗透率达到发达国家的平均水平**25%**，对应国内成熟期的灵工市场规模约在**7975亿元**左右，相比目前的**319亿元**规模预计仍有**24倍**的成长空间，未来潜力大。重点推荐科锐国际。

图 22：中长期看，我国人口是美国的 4 倍，但 2017 年灵工市场却仅美国 3%，未来潜力大



资料来源：HRoot、Staffing Industry Analysts (SIA)、前瞻产业研究院、安信证券研究中心

注：国内灵工市场规模 319 亿元为不含劳务派遣的统计口径，国内劳务派遣估计 2017 年市场规模 2289 亿元 (WEC)；美国的灵工市场规模 9853 亿元基本均为灵活用工 (WEC)。

图 23：前瞻产业研究院预测，2025 年国内灵工市场预计可达 1661 亿元，未来 8 年 CAGR 23%



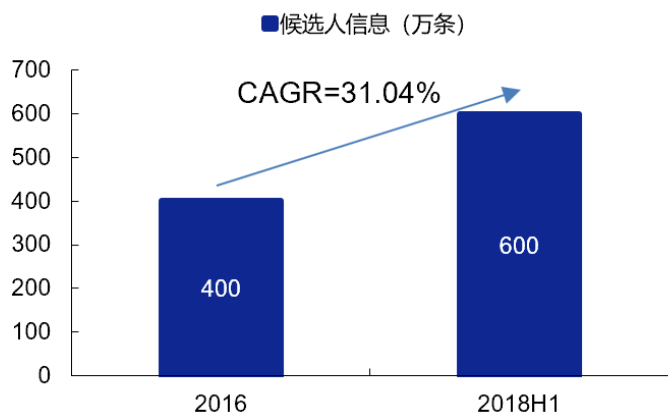
资料来源：HRoot、前瞻产业研究院测算、安信证券研究中心

5.2 人服：灵工行业发展潜力大，推荐科锐国际

不同企业性质看竞争：民企、外企、国企人服优劣对比

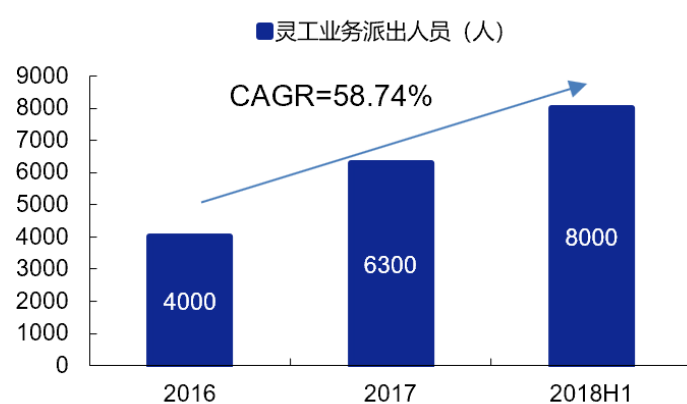
- 1) 民企：狼性文化+本土化优势+资本助力，科锐为代表的企业有望快速发展。
 - 2) 外企：先发优势强劲，但本土化不足为其后续发展制约。
 - 3) 国企：多为劳务派遣时代的龙头，与灵工岗位重合度较低转型不易。
- **核心看好：**国内本土化优势好且已在准备开拓中长尾市场、具备一定的规模效应，且能有资金持续支持其潜在并购扩张的民营人服企业，建议重点关注科锐国际。

图 67：科锐的活跃候选人才数由 400 万人增至 600 万人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 68：科锐的灵工派遣人数截止 18Q3 已超 10400 人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：由于 18Q3 并表 Investigo，公司的灵工派遣总人数已超 10400 人

5.2 人服：灵工行业发展潜力大，推荐科锐国际

➤ 人服行业：市场竞争格局仍高度分散

- 1) 国内的人服行业仍处于高度分散状态，国内人才招聘市场的CR10占比仅0.8%；
- 2) 未来技术革新提效+外延并购扩容，将同样是国内人服企业做大主旋律。

表 7：国内各细分领域的人力资源企业分布

行业	分类	领先企业代表
中高端人才访寻		海德思哲 (Heidrick & Struggles)、光辉国际 (Kron Ferry)、米高蒲志国际 (PageGroup)、科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、任仕达 (Randstad)
灵活用工	专业人员岗位外包	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、外企德科 (FESCO Adecco)、上海外服 (SFSC)
	通用人员管理外包-生产及服务类	易才 (CTG)、英格玛 (Engma)、汇思 (HUMANPOOL)、康肯 (Koncor)
	通用人才岗位外包-办公室类	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、北京外企 (FESCO)、上海外服 (SFSC)
人力资源外包	招聘流程外包	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、Alexander Mann Solutions (AMS)、艾利安 (Allegis)
	薪酬/福利外包	安德普翰 (ADP)、薪得付 (CDP)、怡安翰威特 (Aon Hewitt)、中智 (CIIC)、安瑞亚 (NGA)、美世 (Mercer)、韬睿惠悦 (Towers Watson)
	人事代理及传统派遣	中智 (CIIC)、北京外企 (FESCO)、上海外服 (SFSC)、外企德科 (FESCO Adecco)、前程无忧 (51job)、红海集团 (HongHai)、蓝海集团 (Blueseas)
人力资源综合咨询	人力资源咨询	怡安翰威特 (Aon Hewitt)、智睿咨询 (DDI)、美世 (Mercer)、韬睿惠悦 (Towers Watson)、合益集团 (HayGroup)、中智 (CIIC)、德勤人力资本咨询 (Deloitte Human Capital Advisory Services)
	人才测评与评鉴	智睿咨询 (DDI)、CEB、合益集团 (HayGroup)、诺姆四达 (NormStar)、光辉国际 (Kron Ferry)、北森 (Beisen)
	管理培训与人才发展	凯洛格 (KeyLogic)、肯耐珂萨 (KNX)、企顾司 (Cegos)、睿仕管理 (Right Management)
人力资源软件系统		思爱普 (SAP)、甲骨文 (Oracle)、IBM 智慧团队 (IBM Smarter Workforce)、克罗诺思 (Kronos)、Conerstone OnDemand、北森 (Beisen)
在线招聘		前程无忧 (51job)、智联招聘 (Zhaopin)、领英 (LinkedIn)、凯业必达 (Career Builder)
转职服务		睿仕管理 (Right Management)、威士敦 (Wisdom Career Counselling)

资料来源：HRoot、各家公司官网，安信证券研究中心整理

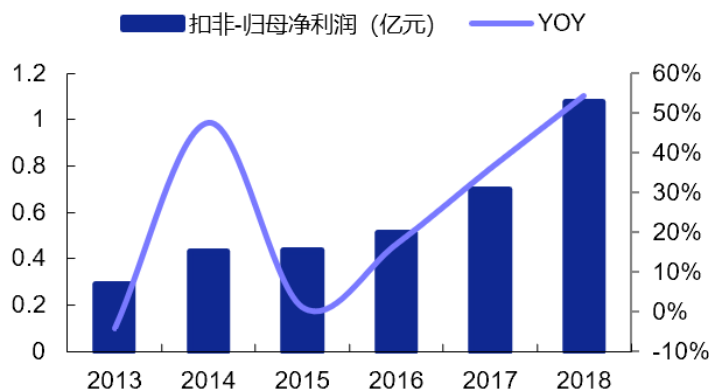
5.2 人服：灵工行业发展潜力大，推荐科锐国际

- **科锐国际：**①行业层面：国内目前灵工从业人数（项目制+岗位外包）仅约40-50万人，占总劳动人口比例不到0.1%，对比发达国家平均约2.0%的渗透率仍处发展初期，未来5~8年行业有望实现复合增速23%+的高成长。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。⑤我们估测公司19年内生业绩1.57亿元/+40.5%，investigo权益利润2230万元，整体业绩1.80亿元/+50.3%，2019-21年业绩复合增速40.0%，对应19年PE 34.8x，继续推荐！

图：科锐的灵工派遣人数18年末已达11700万人，同比增长85.7% 图：公司18年业绩同增58%超预期，19Q1继续大增67%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

经济转型期人才结构需与产业匹配，职业教育被提上前所未有的政策高度

- 从历史来看，国家数次发文强调职业教育建设，但是此次达到了前所未有的政策高度。我们认为：此前中国制造业处于全球分工的最末端，对人才的需求并不迫切，大量文化程度较低的农民工即可满足需求；但是目前中国已经进入经济转型期，所需求的人才具有结构性的变化，而市场自发性的人力供给具有严重的滞后性，政府通过大力鼓励职业教育，对人力供给结构进行调整。
- 2018年以来，职业教育支持政策密集出台：
 - ① 国务院职业教育工作部际联席会议制度
 - ② 《国家职业教育改革实施方案》
 - ③ 《2019 年政府工作报告》中，对职业教育关注度远超往年
 - ④ 《中国教育现代化 2035》
 - ⑤ 《加快推进教育现代化实施方案（2018—2022年）》
 - ⑥ 《教育部2019年工作要点》
 - ⑦ 2019年4月30日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定使用1000亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施，提高劳动者素质和就业创业能力；讨论通过高职院校扩招100万人实施方案，加快培养各类技术技能人才促进扩大就业。

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

经济转型期人才结构需与产业匹配，职业教育被提上前所未有的政策高度

- 估计由政府主导的招录考试培训市场空间（2018年）约为306亿元；未来空间提升驱动因素主要为参培率以及客单价的提升。
- 其他职业培训市场空间估计为218亿元左右。

表：由政府主导的招录考试培训市场空间估计（2018年）

	招录人数（人）	报名人数（万人）	招录比例	参培比例	参培人数（万人）	客单价	市场规模（亿元）
国考	14,537	138	1.05%	28%	39	8000	30.90
省考	145,105	268	5.41%	28%	75	8000	60.06
事业单位 （包含教师招录）	939,071	1,342	7%	20%	268	5000	134.15
教师资格考试		650		20%	130	5000	65.00
国企招录 （不含银行）	100,000	100	10%	20%	20	5000	10.00
银行招录	63,119	63	10%	20%	13	5000	6.31
							306.42

资料来源：公司公告，中公教育官网，安信证券研究中心估算整理

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

经济转型期人才结构需与产业匹配，职业教育被提上前所未有的政策高度

表：其他职业培训市场空间估计

考试类别	考试名称	报名人数（万人）	参培率	人均参培费用（元）	当前市场规模（亿元）
财会金融	银行从业考试	50-70	10%	1050	0.63
	证券从业考试	50-70	10%	1050	0.63
	统计从业考试	20-30	10%	1050	0.26
	期货从业考试	10	10%	1050	0.11
	会计从业考试	214	10%	1050	2.25
	注册会计师从业考试	80	70%	3150	17.64
	会计专业技术资格考试（职称考试）	200	60%	2625	31.5
	特许公认会计考试	20	70%	4200	5.88
	特许金融分析师考试	35	70%	4200	10.29
	其他				15.75
	合计				84
医学类	医师职业考试	60	30%	3150	5.67
	药师职业考试	110	30%	3150	10.4
	护士职业考试	92	60%	3150	17.43
	其他				8.4
	合计				42
工程类	建筑八大员考试	200	20%	2100	8.4
	一级建造师考试	24	70%	7350	12.39
	二级建造师考试	457	25%	3150	35.91
	其他				27.3
	合计		50%	6300	73.5
法律类	国家司法考试	58.8	25%	5500	18.9
合计					218.4

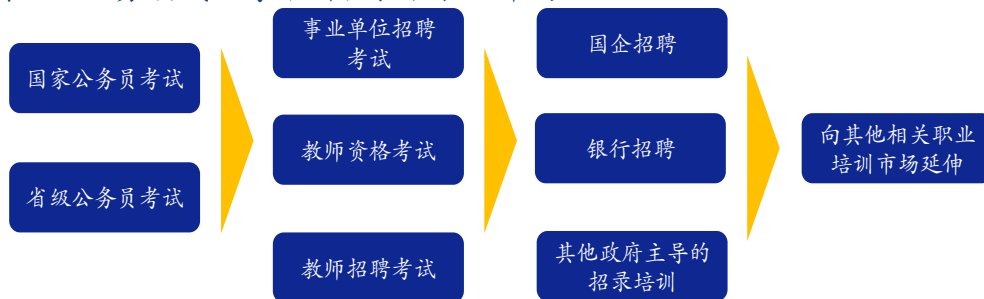
资料来源：安信证券研究中心估算整理

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

► 中公教育：依托“研发+布点”先发优势，拓展职教大市场

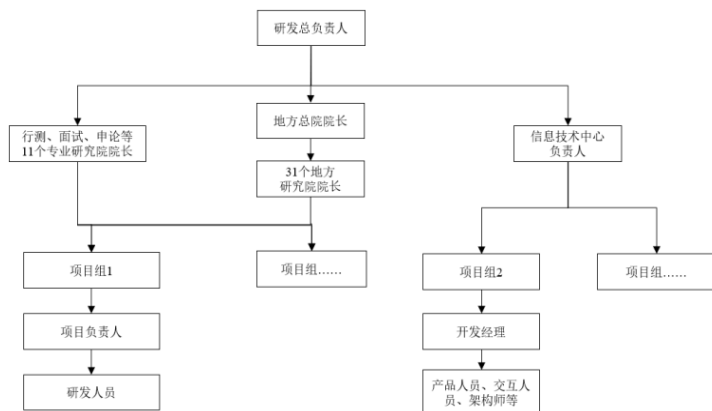
- 中公教育依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场，市场空间巨大；且政策加持+教育行业逆周期属性，护航公司高成长；2018年净利率大幅提升5pct，公司盈利能力有望保持高位。

图：从优势领域公考培训拓展职教大市场



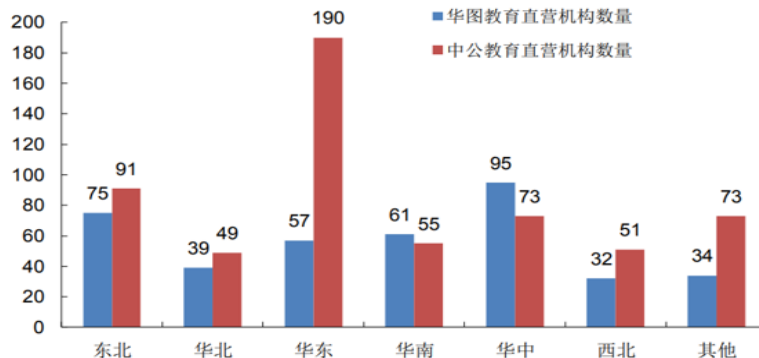
资料来源：安信证券研究中心

图：“专业X地域”矩阵式研发架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图：中公教育直营机构数量布局更为广泛



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

- 中公教育：依托“研发+布点”先发优势，拓展职教大市场
- 与竞争对手相比，中公教育市占率较高、增速较快，在行业中表现优异。

表：竞争对手数据对比

单位：万元人民币		FY2015	FY2016	FY2017	2018/4/1	FY2018H1(华图)	FY2018	FY2019H1(新东方)	FY2019Q3(好未来)
总收入	中公教育	207,586	258,408	403,126	145,272		623,699		
	YoY		24.48%	56.00%			54.72%		
	华图教育	131,663	189,349	224,052		138,177			
	YoY		43.81%	18.33%		4.04%			
	好未来	266,783	405,769	717,131			1,085,502		1,273,688
	YoY		52.10%	76.73%			51.37%		59.29%
归母净利	中公教育	16,105	32,659	52,484	5,742		115,289		
	YoY		102.79%	60.70%			119.67%		
	华图教育	21,206	34,028	37,304		31,344			
	YoY		60.46%	9.63%		-7.79%			
	好未来	41,285	67,336	80,355			125,601		185,616
	YoY		63.10%	19.33%			56.31%		118.07%
预收账款/总收入	中公教育	30.54%	52.58%	42.25%	265.54%		30.79%		
	华图教育	7.71%	7.84%	7.87%		15.87%			
	好未来	40.93%	45.32%	48.33%			48.06%		46.96%
	新东方	40.20%	43.76%	48.16%			51.90%	85.82%	

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.3 职业教育：被提上前所未有的政策高度

► 中公教育：依托“研发+布点”先发优势，拓展职教大市场

- 中公教育2018年及2019Q1业绩量价齐升，盈利能力持续优化。我们预计公司2019年-2021年净利润分别为15.80/21.02/25.26亿元，对应增速分别为37%/33%/20%。

表：中公教育收入拆分

		2015	2016	2017	2018
公务员招录培训	收入(亿元)	13.41	15.30	20.66	30.82
	YoY		14.12%	35.06%	49.15%
	人次(万人)	25.88	31.78	37.32	47.13
	YoY		22.80%	17.43%	26.29%
	客单价(元)	5180	4814	5536	6538
	YoY		-7.07%	15.01%	18.10%
事业单位招聘招录培训	收入(亿元)	2.47	2.98	5.69	7.85
	YoY		20.48%	91.09%	37.91%
	人次(万人)	7.31	9.8	14.67	18.39
	YoY		34.06%	49.69%	25.37%
	客单价(元)	3381	3038	3878	4266
	YoY		-10.13%	27.65%	10.00%
教师资格及招录培训	收入(亿元)	2.01	3.35	6.70	10.75
	YoY		66.79%	100.09%	60.58%
	人次(万人)	7.07	14.15	25.04	35.28
	YoY		100.14%	76.96%	40.88%
	客单价(元)	2839	2366	2675	3049
	YoY		-16.66%	13.07%	13.98%
综合面授培训	收入(亿元)	2.24	2.38	4.43	8.28
	YoY		6.48%	85.61%	87.17%
	人次(万人)	5.58	6.2	11.21	18.41
	YoY		11.11%	80.81%	64.22%
	客单价(元)	4014	3846	3949	4501
	YoY		-4.17%	2.65%	13.98%
线上培训	收入(亿元)	0.58	1.79	2.81	4.44
	YoY		206.96%	57.60%	57.64%
	参训人次(万人)	9.96	24.13	58.36	111.58
	YoY		142.27%	141.86%	91.19%
	客单价(元)	584	740	482	397
	YoY		26.70%	-34.84%	-17.55%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表：中公教育成本拆分

	2015	2016	2017	2018
主营业务成本(万元)	82,359.34	104,779.24	162,785.46	253,324.31
①工资社保(万元)	30,985.36	43,933.28	72,644.31	115,323.12
%收入	14.93%	17.00%	18.02%	18.49%
老师总数	2,484	3,893	6,530	9,424
人均工资成本(万元)	12.47	11.29	11.12	12.24
②差旅交通(万元)	4,129.96	5,533.74	6,017.19	9,424.00
%收入	1.99%	2.14%	1.49%	1.51%
人均差旅交通费用	1.66	1.42	0.83	1.00
③开班费(万元)	38,911.15	43,321.46	67,733.60	110,340.91
%收入	18.74%	16.76%	16.80%	17.69%
酒店费用	29,731.42	35,789.65	54,232.53	80,284.79
酒店占比	76.41%	82.61%	80.07%	72.76%
住宿学员人次合计(人)	189,330.00	253,369.00	313,456.00	411,716.86
单班住宿平均天数	10.37	11.03	12.11	15
学员住宿总天数	2,133,546	2,968,913	3,926,731	6,175,753
人均日消费(元)	139.35	120.55	138.11	130
面授学员人数(万人)	45.84	61.93	88.24	119.21
住宿占比	41.30%	40.91%	35.52%	34.54%
④房租物业(万元)	6,154.45	7,418.44	9,771.56	12,431.69
%收入	2.96%	2.87%	2.42%	1.99%
网点数	399	444	551.00	701.00
YoY		11.28%	24.10%	27.22%
新增网点数		45.00	107.00	150.00
点均房租物业	15.42	16.71	17.73	17.73
⑤折旧摊销(万元)	1,460.07	3,688.53	5,804.59	5,804.59
%收入	0.70%	1.43%	1.44%	0.93%
⑥其他(万元)	718.35	883.79	814.2	1910.96
%收入	0.35%	0.34%	0.20%	0.31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3 教育：政策逐渐清晰，行业迎来发展机遇

- 民办高等教育板块龙头：中教控股、民生教育、新高教集团、新华教育、宇华教育、希望教育等
- 资本推动下民办高等教育行业面临整合，先发优势尤为关键。目前已上市的高教龙头先发优势明显，将在政策的支持下受益最大。
- ①高中毛入学率提高、技术人才短缺，高等教育供给不足；政策鼓励下，民办高校市场空间有望突破千亿规模；②民办高校进入壁垒极高：行业环境监管严格，新校建立需政府规划，本科院校更受学额限制；办学时间短暂无法积淀社会认可教育品牌；资本需求巨大，土地、设施均受限；③行业极度分散，资本推动下集中度势必提升，先发优势尤为关键。

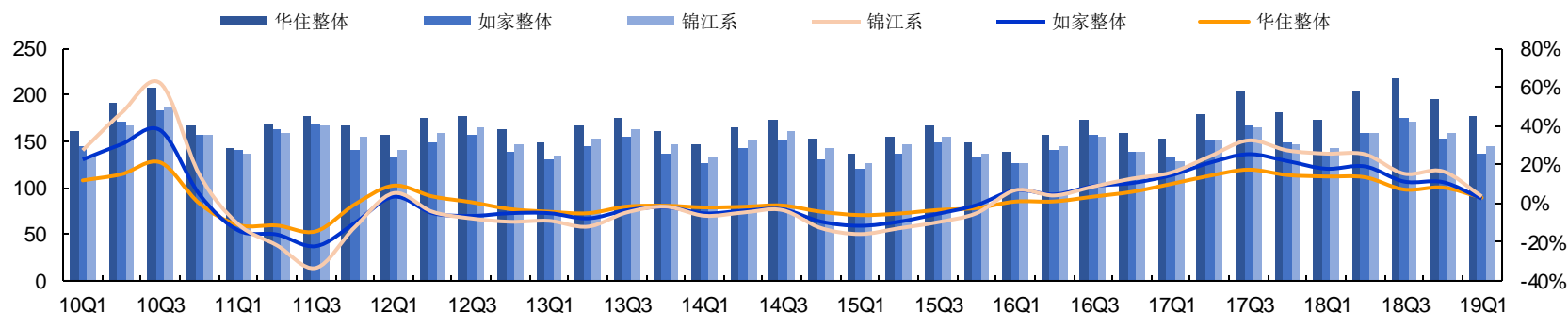
表：民办高教板块龙头估值表

证券代码	公司名称	收盘价（港元）	EPS（港元）			PE		
			18A/E	19E	20E	18A/E	19E	20E
0839.HK	中教控股	10.94	0.33	0.42	0.49	33	26	22
1569.HK	民生教育	1.65	0.08	0.11	0.13	20	15	13
2001.HK	新高教集团	3.21	0.20	0.24	0.30	16	13	11
2779.HK	中国新华教育	2.64	0.15	0.18	0.22	18	14	12
6169.HK	宇华教育	3.40	0.16	0.21	0.24	21	16	14
1765.HK	希望教育	1.09	0.04	0.07	0.08	28	16	13

5.4 酒店：轻资产扩张强劲，中长期提价趋势延续

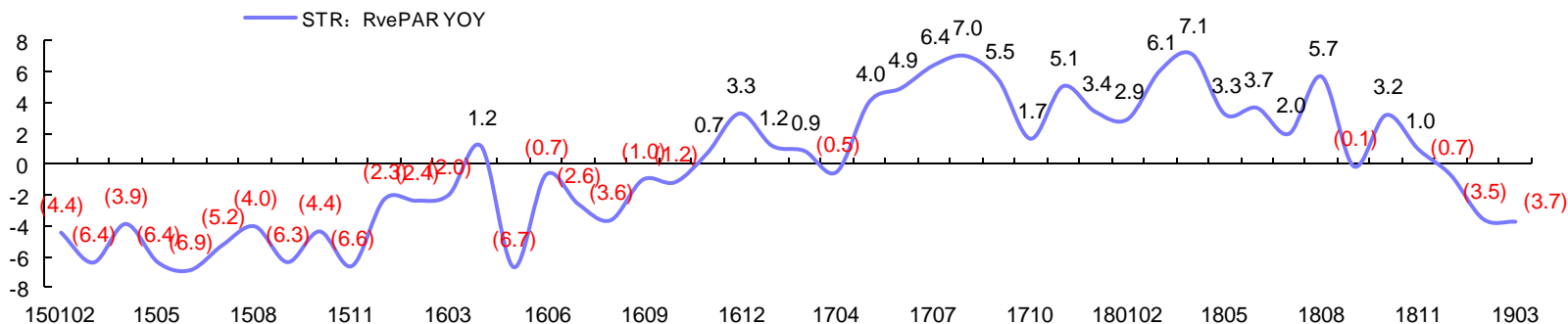
- 短期：三大酒店集团19Q1及3月STR酒店数据系春节因素及高基数扰动所致同比走弱，短期4月酒店RevPAR同样由于基数原因，仍存在一定压力，但从基数+3月PMI回暖+4月企业降税+1-3月社融超预期判断，看好19年H2的酒店数据有望逐步回暖。
- 中长期：酒店龙头在轻资产加盟扩张+酒店产品结构持续升级的势头依旧不变，在中高档酒店占比提升的带动下，酒店中长期提价逻辑依旧不变。

图29：三大酒店集团19Q1增速有所放缓，但19H2基数压力逐步减轻下，数据有望逐步向好



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

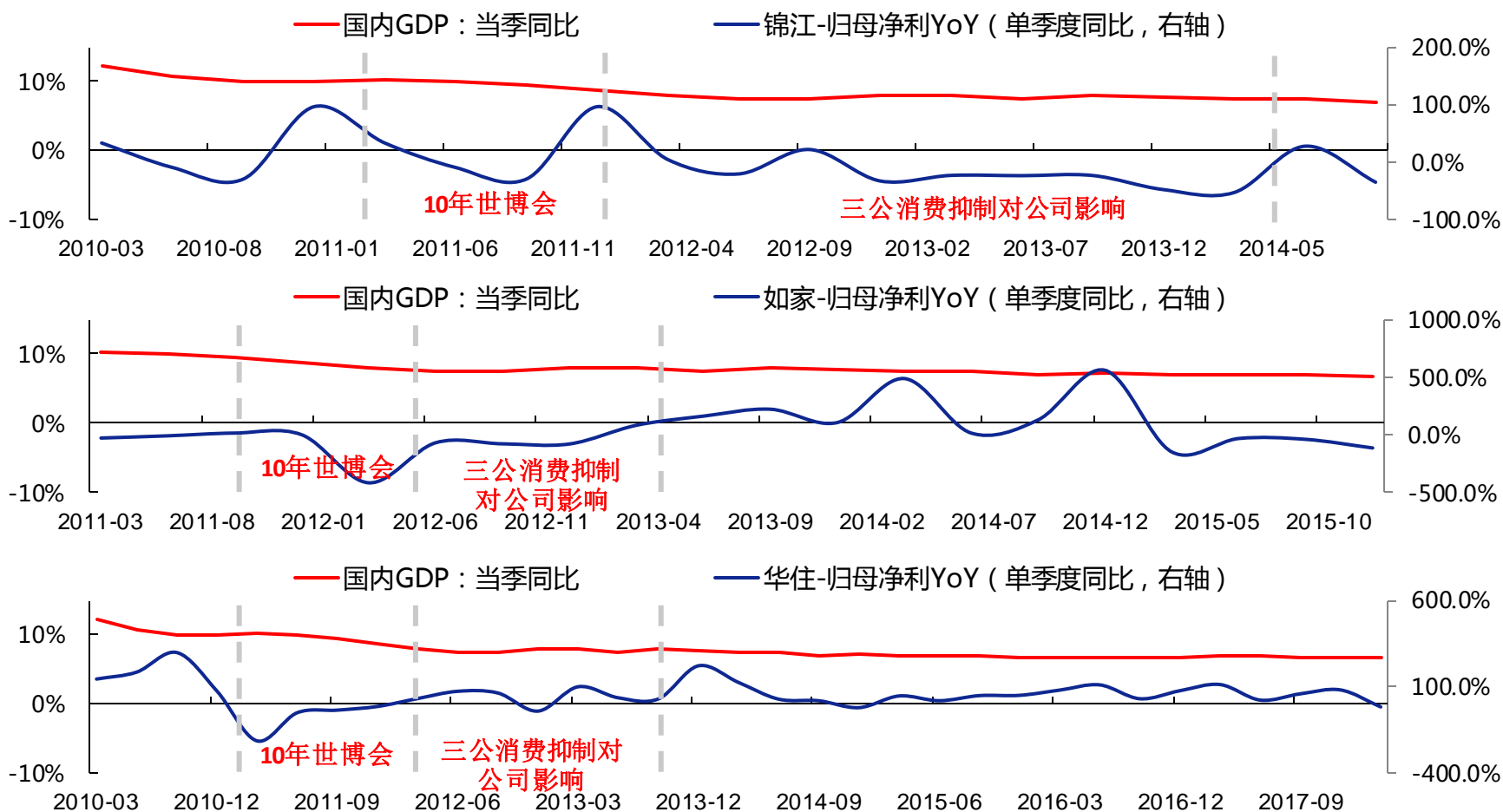
图29：STR 3月RevPAR同比下降3.73pct，4月预计仍旧承压，看好19H2逐步改善



资料来源：STR, 安信证券研究中心

5.4 酒店：轻资产扩张强劲，中长期提价趋势延续

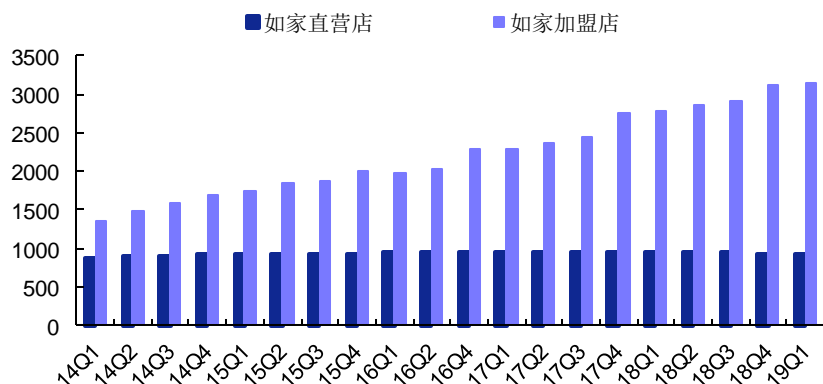
复盘上一轮经济下行周期（2012-14年）：①锦江单季度业绩增速在经济下行周期（12Q3-14Q1）期间基本在-20%~-30%左右；②如家剔除后12年的经营业绩相比11年下滑约64%，13年的业绩相比11年则下滑44%；③华住整体RevPAR仅在12Q3-15Q4期间均为同比下滑，但公司业绩受益加盟店快速开店+中档酒店发力，在经济下行周期中实现了50%~60%的高增长。



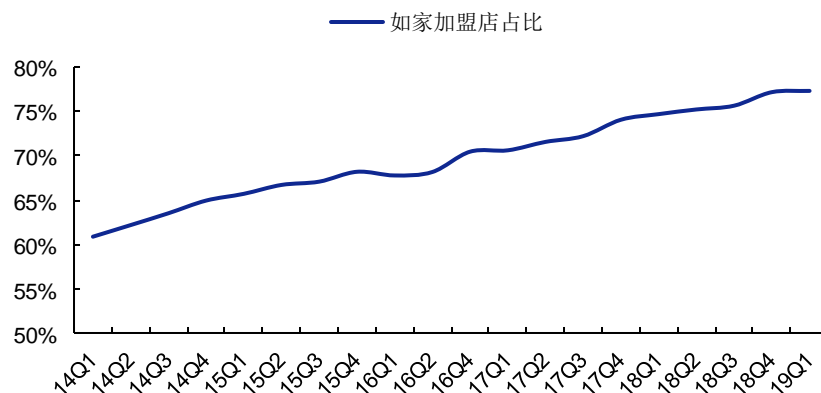
5.4 酒店：轻资产扩张强劲，中长期提价趋势延续

19年展店有望加速：华住19年开店计划为800-900家实现提速。如家19年开店指引直营+加盟店560家，同比18年的450家同样提速。锦江19年维持900家新开店指引，但质量有望更优。叠加近期国企改革在19年进程有望进一步催化，继续推荐酒店板块的首旅酒店和锦江股份。

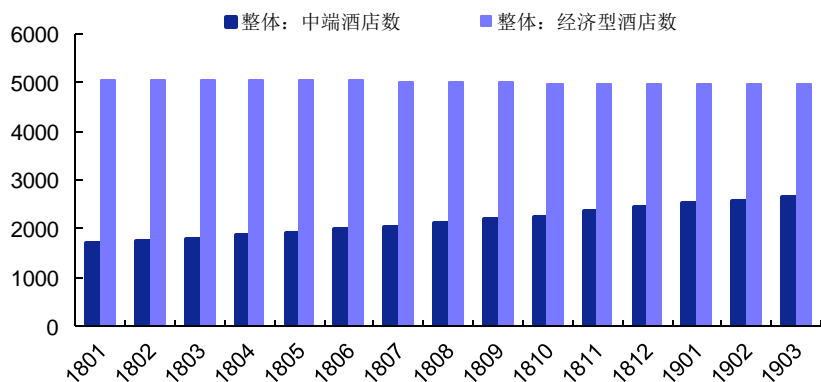
图：如家轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多



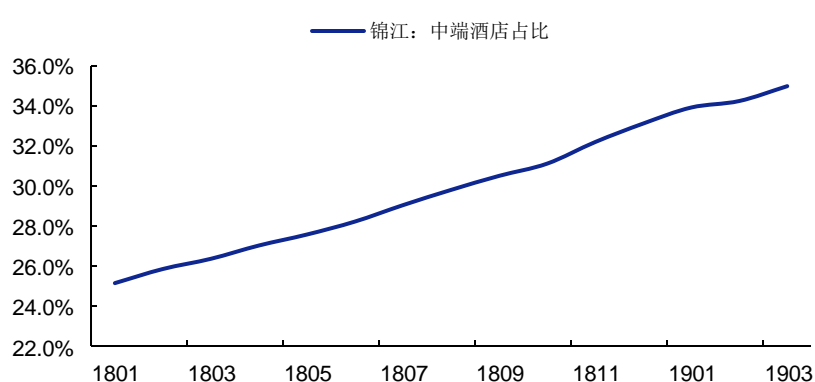
图：如家轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多



图：锦江轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多，中端发力亮眼



图：锦江轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多，中端发力亮眼



5.4 酒店：轻资产扩张强劲，中长期提价趋势延续

首旅酒店：直营店占比达26%，相比华住的18%和锦江12%（国内直营店占整体比例）更大，我们认为首旅酒店本轮宏观预期及酒店经营数据回暖下，业绩弹性有望更大。首旅酒店19年计划开店数560家，有望实现加速，从成长性更优。预计首旅酒店19年扣非业绩2019年9.0亿，同比增长30%，表观业绩9.5亿，增速9%，19年PE 19倍，继续推荐！

首旅酒店

①：基于加盟业务净利润率为25%时的敏感性分析

2019年扣非业绩 敏感性分析		当年新增加盟店数(净增)							
		100	150	200	250	300	350	400	450
同店 RevPAR 提升	-4.0%	-17.2%	-15.6%	-14.0%	-12.4%	-10.8%	-9.2%	-7.6%	-6.0%
	-3.5%	-13.5%	-11.9%	-10.3%	-8.7%	-7.1%	-5.5%	-3.9%	-2.3%
	-3.0%	-9.8%	-8.2%	-6.6%	-5.0%	-3.4%	-1.8%	-0.2%	1.4%
	-2.5%	-6.1%	-4.5%	-2.9%	-1.3%	0.3%	1.9%	3.5%	5.1%
	-2.0%	-2.4%	-0.8%	0.8%	2.4%	4.0%	5.6%	7.2%	8.8%
	-1.5%	1.3%	2.9%	4.5%	6.1%	7.7%	9.3%	10.9%	12.5%
	-1.0%	5.0%	6.6%	8.2%	9.8%	11.4%	13.0%	14.6%	16.2%
	-0.5%	8.7%	10.3%	11.9%	13.5%	15.1%	16.7%	18.3%	19.9%
	0.0%	12.4%	14.0%	15.6%	17.2%	18.8%	20.4%	22.0%	23.6%
	0.5%	16.1%	17.7%	19.3%	20.9%	22.5%	24.1%	25.7%	27.3%
	1.0%	19.8%	21.4%	23.0%	24.6%	26.2%	27.8%	29.4%	31.0%
	1.5%	23.4%	25.0%	26.6%	28.2%	29.8%	31.4%	33.0%	34.6%
	2.0%	27.1%	28.7%	30.3%	31.9%	33.5%	35.1%	36.7%	38.3%
	2.5%	30.8%	32.4%	34.0%	35.6%	37.2%	38.8%	40.4%	42.0%
	3.0%	34.5%	36.1%	37.7%	39.3%	40.9%	42.5%	44.1%	45.7%
3.5%	38.2%	39.8%	41.4%	43.0%	44.6%	46.2%	47.8%	49.4%	
4.0%	41.9%	43.5%	45.1%	46.7%	48.3%	49.9%	51.5%	53.1%	

注：加盟店净变动数量中，按照经济型：中端型=1：1计算

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

5.4 酒店：轻资产扩张强劲，中长期提价趋势延续

锦江股份：18年毛开店1243家，净增749家（其中，直营酒店净减少43家，加盟酒店净增加792家），我们预计锦江19年毛开店依旧有望实现900家，净增酒店700家。看好19H2数据逐步改善。预计锦江股份19年扣非业绩10.0亿，增速35%，表观业绩11.75亿，增幅6%，19年PE 21倍，继续推荐！

锦江股份		当年新增加盟店数(净增)							
2019年扣非业绩									
敏感性分析		550	600	650	700	750	800	850	900
同店 RevPAR 提升	-4.0%	-18.5%	-15.6%	-12.6%	-9.6%	-6.4%	-3.5%	-0.4%	2.8%
	-3.5%	-14.0%	-11.1%	-8.1%	-5.1%	-1.9%	1.0%	4.1%	7.3%
	-3.0%	-9.5%	-6.6%	-3.6%	-0.6%	2.6%	5.5%	8.6%	11.8%
	-2.5%	-5.0%	-2.1%	0.9%	3.9%	7.1%	10.0%	13.1%	16.3%
	-2.0%	-0.5%	2.4%	5.4%	8.4%	11.6%	14.5%	17.6%	20.8%
	-1.5%	4.0%	6.9%	9.9%	12.9%	16.1%	19.0%	22.1%	25.3%
	-1.0%	8.5%	11.4%	14.4%	17.4%	20.6%	23.5%	26.6%	29.8%
	-0.5%	13.0%	15.9%	18.9%	21.9%	25.1%	28.0%	31.1%	34.3%
	0.0%	17.5%	20.4%	23.4%	26.4%	29.6%	32.5%	35.6%	38.8%
	0.5%	22.0%	24.9%	27.9%	30.9%	34.1%	37.0%	40.1%	43.3%
	1.0%	26.5%	29.4%	32.4%	35.4%	38.6%	41.5%	44.6%	47.8%
	1.5%	31.0%	34.0%	37.0%	40.1%	43.2%	46.3%	49.5%	52.7%
	2.0%	35.2%	38.2%	41.3%	44.4%	47.6%	50.7%	54.0%	57.2%
2.5%	39.5%	42.6%	45.7%	48.9%	52.1%	55.4%	58.6%	62.0%	
3.0%	44.0%	47.1%	50.3%	53.5%	56.8%	60.1%	63.4%	66.8%	
3.5%	48.5%	51.7%	54.9%	58.2%	61.5%	64.8%	68.2%	71.6%	
4.0%	53.0%	56.3%	59.6%	62.9%	66.3%	69.7%	73.1%	76.6%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

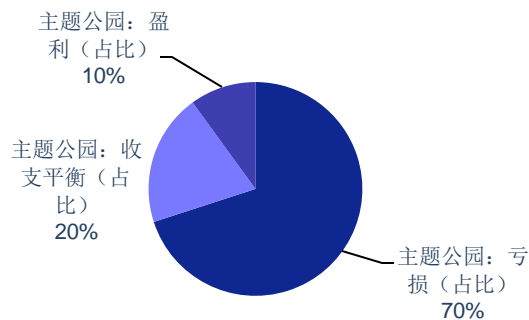
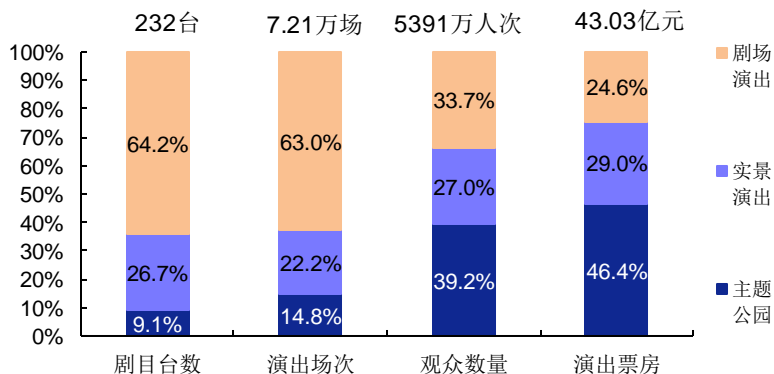
5.5 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

➤ 旅游演艺：主题公园强盈利+龙头市占率提升+潜在标的多+千古情独占鳌头

旅游演艺行业：主题公园类的演艺盈利能力最强，仅9%剧场台数，贡献46%的国内旅游演艺票房收入。

图12：2016年我国旅游演艺市场中三种演出模式的占比

图12：国内90%主题公园不挣钱，有效供给实质稀缺



资料来源：道略文旅产业研究中心

表4：三个不同类型的旅游演出区别及代表作

国内布局	
剧场旅游演出	在剧场内针对旅游人群所打造旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的综合晚会。 上海马戏城的《ERA—时空之旅》、云南杨丽萍公司的《云南映象》、天创国际的《功夫传奇》
实景旅游演出	以旅游景点的山水实景为依托，将当地的民俗文化与著名的山水旅游景点紧密结合。 印象系列的《印象·丽江》、《印象·大红袍》等陕西旅游集团公司的《长恨歌》等，山水盛典系列的《禅宗少林·音乐大典》、《天门狐仙·新刘海砍樵》等
主题公园旅游演出	在主题公园内打造演出，是高附加值复合型旅游演艺产品。 宋城演艺打造的《宋城千古情》、《三亚千古情》等，华特迪士尼的《狮子王》中文版，华侨城集团的《金面王朝》等

资料来源：道略文旅产业研究中心，安信证券研究中心整理

5.5 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

➤ 千古情盈利能力：50%净利率+4年回本，处于景区顶尖水平

图11：宋城的千古情在盈利能力及投资回收期等方面的业内顶尖优势被市场忽视

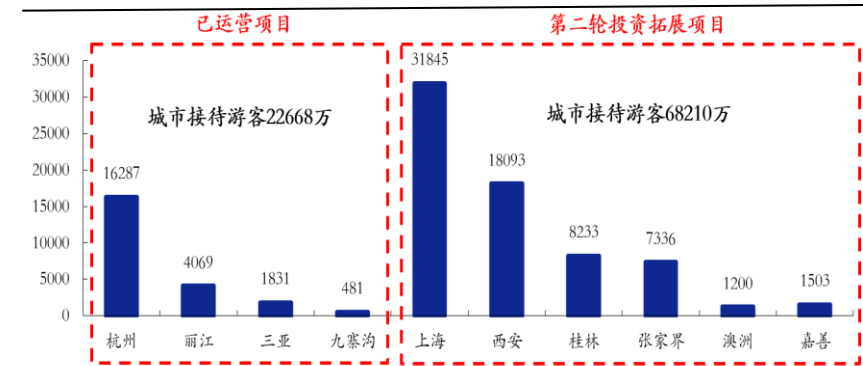
	千古情模式	景区平均	
① 培育期:	仅2~3年	4~6年	➡ 项目实际培育期大多超预期
② 净利率:	50~55%	20~35%	➡ 净利率基本属于景区顶尖
③ 投资额:	3~5亿元	5~20亿元	➡ 强大盈利无需前期房地产支持，模式纯正
④ 回收期:	4年	7~12年	➡ 低投资+高回报，千古情投资回收期业内领先

资料来源：公司公告,安信证券研究中心

注：①投资额：根据公告，三亚千古情的投资额约4.9亿元；丽江千古情的投资额约3.34亿元；

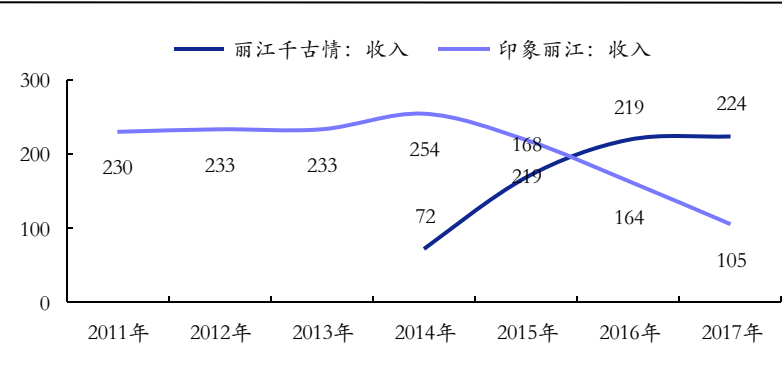
②回收期：根据公告，我们将三亚和丽江的项目按照（净利率+固定资产折旧+摊销）来测算其初期投资的现金回收期，得到的结果分别为三亚和丽江均在开业后的第4年现金回本。

图12：公司第二轮项目业态更丰富，且所在地客流为第一轮3倍



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图13：丽江千古情开业后，印象丽江收入3年累计下滑59%



资料来源：公司年报

5.5 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

➤ 宋城演艺：首轮扩张期间估值业绩双击，现已至二轮红利释放期

图16：宋城第一轮扩张期间，业绩与估值中枢上移且估值先行；目前公司已经进入第二轮扩张红利的初期，实现逆市上行，潜力可期



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

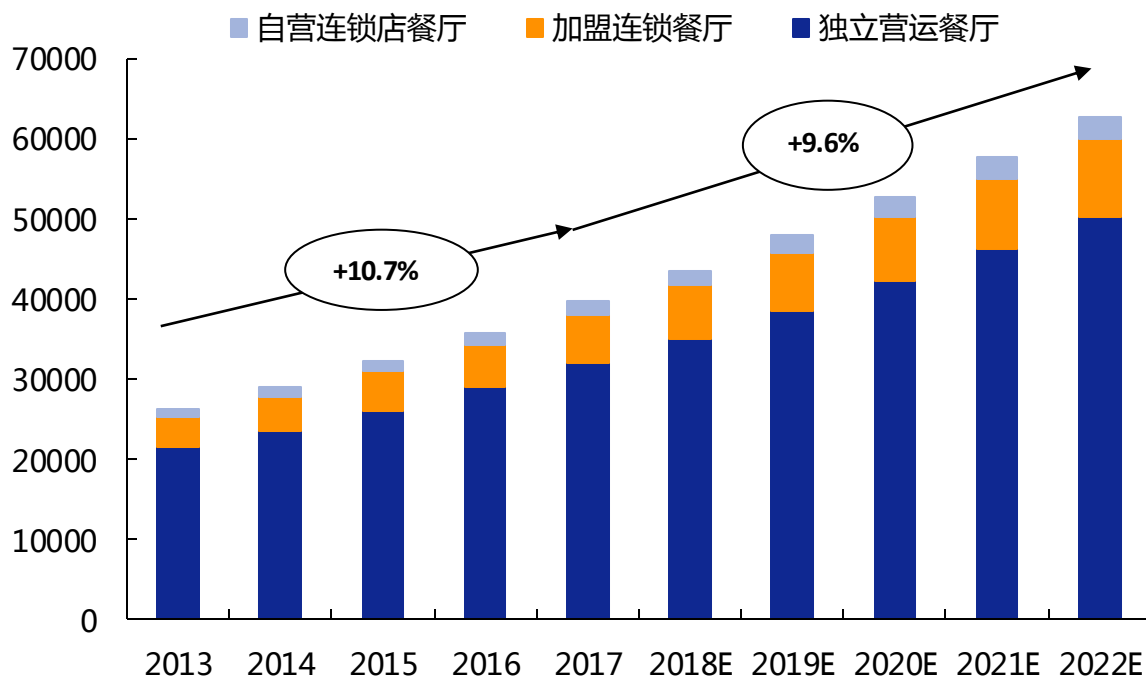
注：公司股价及创业板指的涨幅均以2011年1月4日为基准日

5.6 餐饮：火锅发展如火如荼，展店带动业绩高增长

➤ 餐饮板块：建议关注火锅赛道优质标的，推荐海底捞

- 国内餐饮行业市场大，但连锁化率低，整体行业仍在成长：国内连锁餐饮店占比约19.5%，叠加种类繁多的不同菜系，行业十分分散，且大多数中餐企业不易标准化，难出全国龙头。
- 火锅行业易标准化，是少数几个适合餐饮规划化扩张的子行业：火锅是餐饮行业中最大子行业（占比14%），自由度高、社交属性强、成瘾性强决定了火锅行业的需求稳健且持续，易标准化的特点使火锅成为餐饮市场中为数不多的适合企业规模化扩张的好行业。

图：餐饮行业17年4万亿市场，但连锁化率仍旧低，市场格局分散



资料来源：海底捞招股书

不同菜系	2017年市占率(%)
火锅	14
中式快餐	12
四川菜	12
中式美食广场	8
广东菜	8
其他中式正餐	6
江浙菜	6
中式烧烤	5
其他	5
北京菜	4
淮南菜	4
新疆菜	3
云贵菜	3
东北菜	3
安徽菜	3
西北菜	3

5.6 餐饮：火锅发展如火如荼，展店带动业绩高增长

- 餐饮板块：建议关注火锅赛道优质标的，推荐海底捞
- 火锅行业空间：城镇化推进+人均可支配收入增长+冷链物流下沉三四线，国内火锅市场规模有望持续增长，未来5年CAGR预计约10.2%，2022年市场规模有望达7077亿元。
- 未来3年核心在展店带动下，海底捞门店数有望从2018年的466家增长至2020年的1045家，业绩有望继续保持高成长。

图：预计海底捞在2019~20年门店有望保持快速扩张

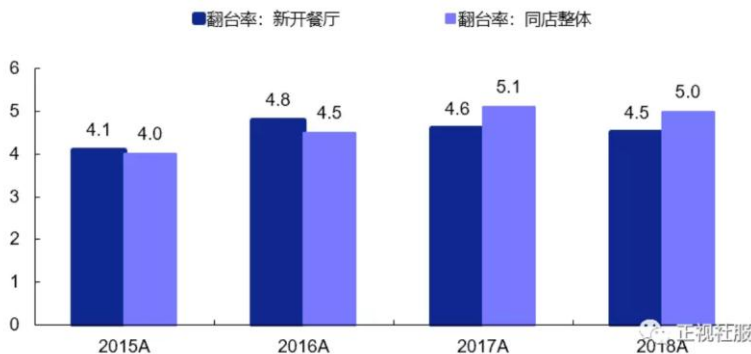


图：海底捞2019-2020年各项费用率测算

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
原材料及易耗品成本占比	45.2%	40.7%	40.6%	40.9%	40.6%	40.6%
员工成本	27.3%	26.2%	29.3%	29.6%	29.5%	29.7%
其他开支	4.7%	4.8%	4.2%	3.9%	4.0%	3.9%
财务成本	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
物业租金	4.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.2%	4.6%
水电开支	3.8%	3.4%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%
折旧摊销	4.2%	3.7%	3.4%	4.1%	3.9%	4.1%
差旅	1.2%	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
净利率	7.1%	12.5%	11.2%	9.7%	10.2%	10.2%

资料来源：公司公告，安信研究中心测算

图：快速展店下，公司同店翻台率依旧保持稳定



图：门店下沉二三四线城市为海底捞发展趋势



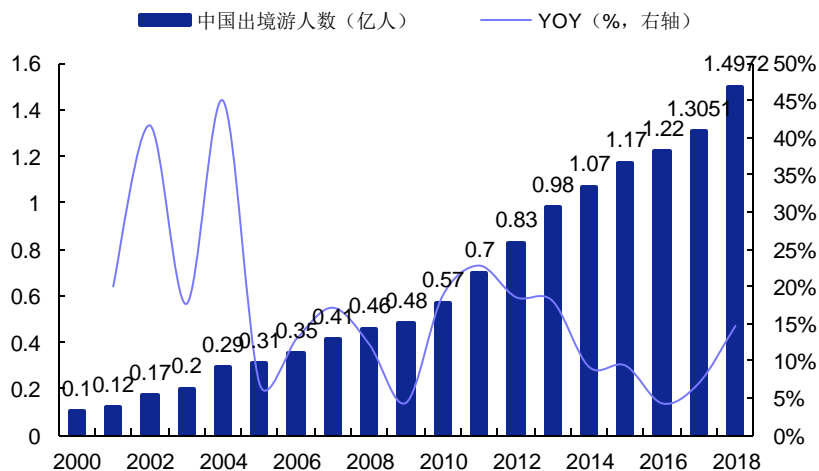
资料来源：公司公告，安信研究中心测算

5.7 出境游：回暖趋势延续，把握估值修复

➤ 出境游2018年整体呈现回暖趋势，泰国受到沉船事件较大影响

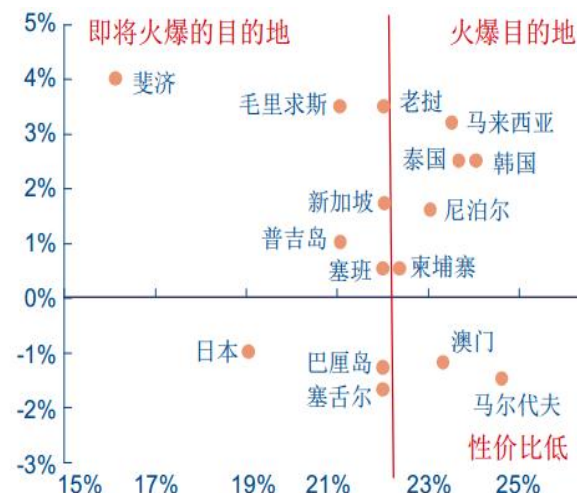
- 2017年我国居民出境游1.31亿人次/+7%；2018年我国居民出境游约1.50亿人次/+15%，整体呈现回暖趋势。但2018年7月5日发生的普吉岛沉船事件持续发酵，7/8/9/10月赴泰游人次同比增速分别为-1%/-12%/-15%/-20%。

图86：我国出境游人次规模不断增长



资料来源：国家旅游局，安信证券研究中心

图87：东亚、东南亚是我国出境游的主要目的地

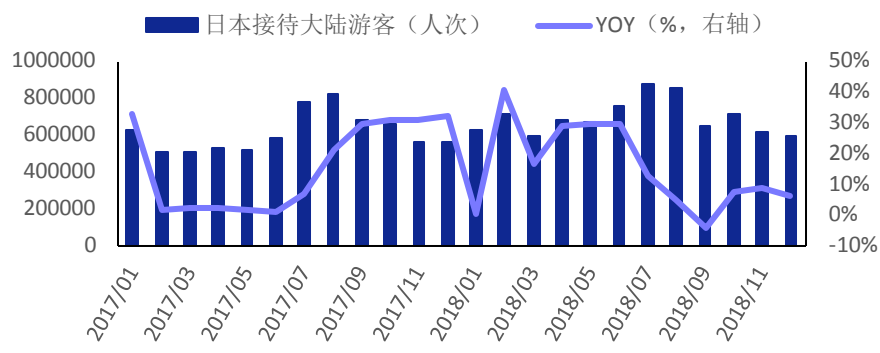


资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

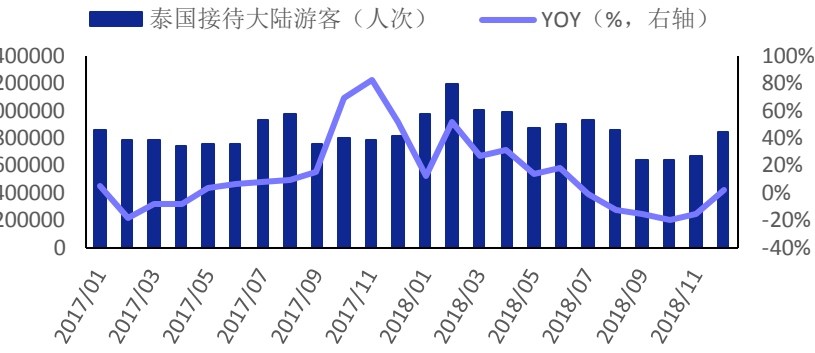
5.7 出境游：回暖趋势延续，把握估值修复

➤ 出境游2018年整体呈现回暖趋势，泰国受到沉船事件较大影响

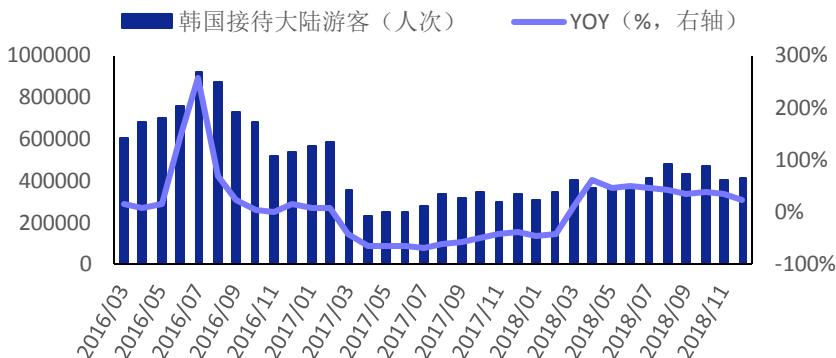
图：日本2018年接待中国游客人数增长14%（人次）



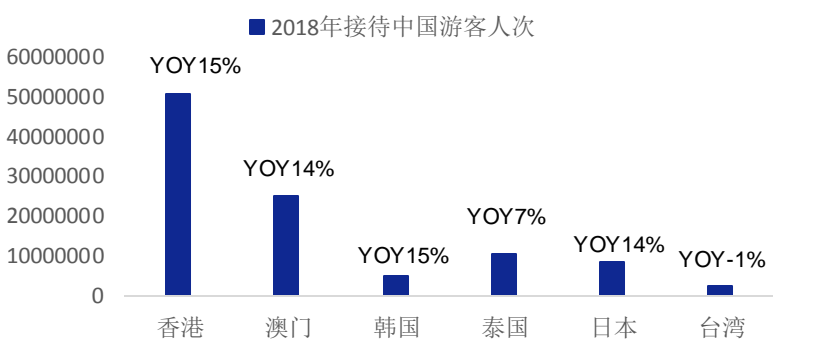
图：泰国2018年接待中国游客增速为7%（人次）



图：韩国3月起接待中国出境游实现增长（人次）



图：出境游目的地日本接待中国游客增长最快（人次）



资料来源：CEIC，安信证券研究中心

5.7 出境游：回暖趋势延续，把握估值修复

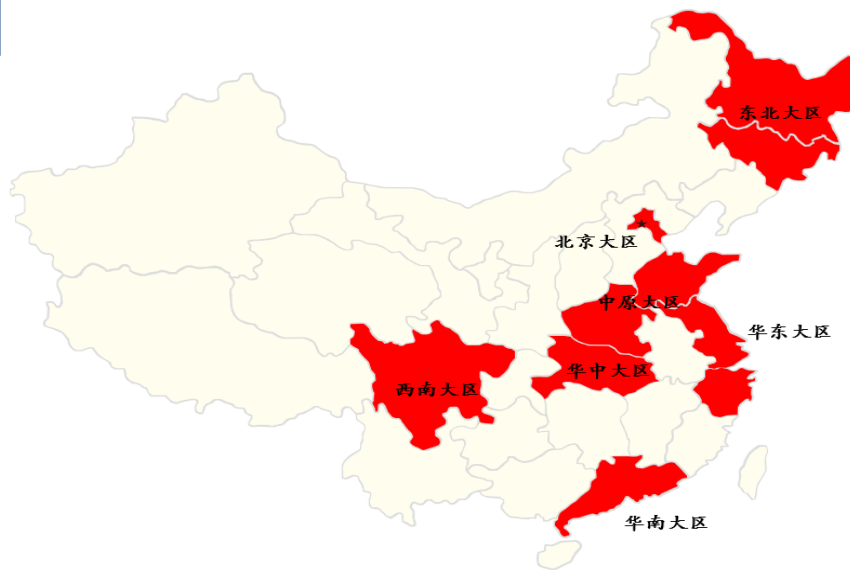
➤ 众信旅游：纵向产业链一体化，出境优势进一步巩固

- 纵向产业链一体化，出境优势进一步巩固。上游资源：低成本控制资源，目的地投资初现成效；下游渠道：批发逐步下沉，零售开始覆盖全国。

表：众信旅游主要收购投资事件

时间	收购、投资公司	优质资源
2014.9	竹园国旅	出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中欧洲长线游、亚洲短线游在公司业务中占比较大。
2015.3	Club Med	欧洲
2015.5	世界玖玖	主要资源集中在英国、法国、西班牙、德国、瑞士、美国等地，是以先进互联网技术为基础的境外碎片化旅游资源整合平台。
2015.7	行天下	拥有澳洲优势资源
2015.8	魅力假期	东南亚及海岛游
2015.9	美国天益旅游集团	美国
2016.8	日本地接社	其产品线路覆盖日本全境，并提供樱花、温泉、富士山等主题游产品、纯玩或纯购物等特色产品。

图：门店遍布全国，并向低线下沉

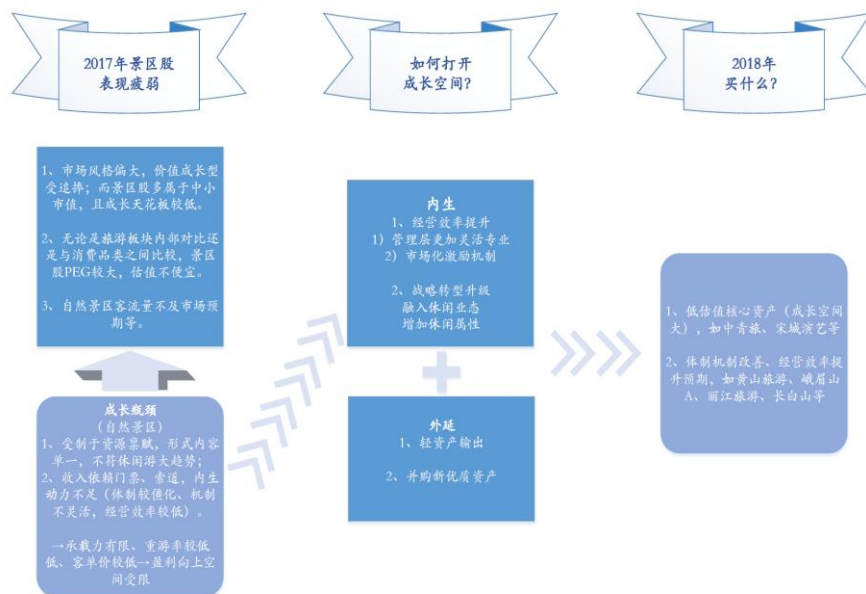


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.8 自然景区：内生外延双轮驱动，转型迫在眉睫

景区板块近年来估值已处历史较低水平，我们认为，这主要是由于：（1）自然景区受制于资源及区位而有明显的天花板，成长性及可复制性受到显著压制；（2）李克强总理在18年3月提出“降低重点国有景区门票价格”后，自然景区标的在18Q2-3期间估值持续调整，但19年3月再次提出进一步降门票政策，或仍将压制景区板块估值。建议关注未来有大交通改善或外延扩张取得较大进展的自然景区标的，关注黄山旅游、三特索道。



【安信社服】近期景区降门票汇总（上市公司相关）					
景区	上市公司	降门票细则	门票降幅	降门票日期	
黄山	黄山旅游	黄山风景区旺季门票价格由230元/人降为190元/人。 (旺季：每年的3月1日到11月30日)	旺季：17.39%，淡季不降	2018年9月29日起	
峨眉山	峨眉山A	峨眉山风景名胜旺季门票价格由185元/人降为160元/人，淡季门票价格维持110元/人。(旺季：1月16日-12月14日，淡季：12月15日-1月15日)	旺季：13.51%，淡季不降	2018年9月20日起	
张家界	张家界	武陵源核心景区门票旺季由245元/人降为225元/人，淡季由136元/人降为115元/人。(旺季：每年3月至11月，淡季：每年12月至2月)	旺季：8.89%，淡季：15.44%	2018年9月22日起执行，有效期5年	
乌镇	中青旅	东栅景区门票价格从120元调整为110元； 东西栅景区联票价格从200元/人调整为190元/人	8.33%	2018年9月20日起	
古北水镇	中青旅	门票价格由150元下降至140元。	6.67%	2018年10月30日起	
九华山	九华旅游	九华山风景区执行门票价190元降至160元。	15.79%	2018年9月28日起	
玉龙雪山	丽江旅游	玉龙雪山景区门票由130元/人次，降为100元/人；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，降为45元/人次。	玉龙雪山景区：23.07%，玉龙雪山大索道：33.33%，云杉坪索道：27.27%，牦牛坪索道：25%	2018年10月1日起	
象山景区等	桂林旅游	象山景区门票价格从现行的70元/人次降为60元/人次；七星景区门票价格从现行的70元/人次降为60元/人次；芦笛景区门票价格从现行的110元/人次降为100元/人次（景区门票收入不纳入上市公司）	象山景区：14.29%，七星景区：14.29%，芦笛景区：9.09%	2018年8月20日起	
西、北景区	长白山	每年11月1日至次年4月30日，长白山西、北景区免除125元门票，不含南景区。	西、北景区：100%	2018年5月1日起	

数据来源：各地方政府官网，公司公告

目录

1. 中期复盘：免税和人服维持快增，酒店出境游景区均处于估值低位
2. 宏观对社服行业影响几何：经营数据相关性分析和美林时钟应用
3. 产业链趋势展望：探究餐饮旅游行业的慢变量与快变量
4. 海外对比研究：产品升级、渗透率提升、核心要素资源延伸为大方向
5. “空间+壁垒+确定性” 三维度看社服子行业
6. 投资建议及盈利预测：继续推荐高成长+低估值底部修复两大主线
7. 风险提示

6. 投资策略：中长期景气延续，优选高成长龙头

➤ 19年中期：投资策略 & 重点标的

- 19年板块投资策略：**我们依然沿着两条投资主线：①选行业空间大、赛道宽，行业壁垒高，龙头竞争优势明显，公司业绩增速和确定性高、治理优秀的标的，推荐免税龙头**中国国旅**；人服行业民企稀缺龙头标的**科锐国际**；职教龙头**中公教育**；②重点关注估值低位底部有边际改善的子版块酒店龙头**首旅酒店**和**锦江股份**（仍需核心关注经济企稳变量和经营数据改善）；食品餐饮板块**广州酒家**，休闲景区龙头**宋城演艺**和**中青旅**；出境游龙头**众信旅游**、**凯撒旅游**。

表：社会服务重点公司业绩预测（截止2019年5月13日）

	股票简称	总市值 (亿元)	PE			PB	净利润(亿元)				利润增速		
			18A	19E	20E	MRQ	17A	18A	19E	20E	18A/E	19E	20E
免税	中国国旅	1,506.33	47.85	30.73	29.19	8.14	25.31	31.48	49.01	51.61	24.39%	55.69%	5.30%
人服	科锐国际	62.84	52.54	34.91	25.78	8.31	0.74	1.20	1.80	2.44	60.89%	50.50%	35.39%
酒店	锦江股份	246.00	22.74	21.89	18.68	1.89	8.82	10.82	11.24	13.17	22.71%	3.88%	17.17%
	首旅酒店	183.74	21.19	19.26	15.84	2.23	6.31	8.67	9.54	11.60	37.44%	10.01%	21.61%
餐饮	广州酒家	114.29	29.90	24.31	19.36	5.72	3.40	3.82	4.70	5.90	12.29%	23.02%	25.52%
景区	宋城演艺	312.46	24.28	21.55	18.94	3.38	10.68	12.87	14.50	16.50	20.55%	12.64%	13.80%
	中青旅	96.13	15.31	13.54	12.01	1.55	5.72	6.28	7.10	8.00	9.81%	13.05%	12.78%
	黄山旅游	49.43	11.58	10.44	9.88	1.69	4.14	4.27	4.74	5.01	3.05%	10.99%	5.68%
	峨眉山A	33.56	16.06	15.20	14.23	1.41	1.97	2.09	2.21	2.36	6.30%	5.65%	6.84%
	丽江旅游	33.41	13.47	12.18	11.08	1.35	2.04	2.48	2.74	3.01	21.49%	10.52%	9.92%
	长白山	25.81	37.96	24.08	21.40	2.62	0.71	0.68	1.07	1.21	-3.94%	57.65%	12.50%
	三特索道	24.11	17.86	30.03	23.90	2.06	0.06	1.35	0.80	1.01	2353.92%	-40.52%	25.65%
出境游	众信旅游	55.16	21.78	21.36	16.83	2.42	2.33	2.53	2.58	3.28	8.89%	1.97%	26.91%
	凯撒旅游	61.03	19.47	20.10	16.90	2.74	2.21	3.14	3.04	3.61	42.05%	-3.16%	18.94%

7. 风险提示

- 宏观经济增速明显下行风险；
- 地缘政治、自然灾害等带来的风险；
- 各子行业发展不及预期等。

安信评级体系

- **收益评级：**

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

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；

声明

- **分析师声明**

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。

- **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。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。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。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

侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn

- 北京联系人

原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn

- 深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

致谢!

安信证券研究中心