

拥抱核心资产，关注确定性和估值修复

2019年06月05日

【投资要点】

- ◆ 年初至今(5月27日)，申万休闲服务行业上涨15.64%，跑输沪深300指数，跑赢上证综指，在申万一级行业中排名第21位。2-4月份，宏观经济数据回暖，休闲服务作为可选消费估值开始回升，随着权重股（主要系酒店和免税）的估值修复以及预期改善，休闲服务行业与大盘涨幅差距缩窄。受贸易摩擦影响，近来大盘下行压力较大，板块内业绩表现亮眼、确定性强、成长性高的质优个股体现出较强的防御性，持续获得超额收益。
- ◆ 从各个子行业的表现来看，各个子行业情况呈现分化。2019年Q1收入增速前三名分别为人力资源、免税和自然景区，Q1板块内部分公司存在资产处置收益，因而利润端我们采用扣非业绩指标，扣非净利润增速前三名的子行业分别为人力资源、免税和人工景区。
- ◆ 我们认为休闲服务行业的长期发展来源于三个方面：人均可支配收入提升、消费偏好的变迁和消费渠道的下沉。三个变量都还有很大的挖掘潜力，我们相信休闲服务行业还有很大的上升空间。
- ◆ 免税板块：长期来看公司的成长性来源于：强垄断性+规模效应+我国消费回流的巨大潜力+免税渠道的渗透率提升。短期内的股价驱动将更多的来源于免税利好政策以及新店拓展。
- ◆ 人力资源：中长期来看，人力资源板块的成长性来自灵活用工业务的渗透率提高和龙头公司集中度的提升。短期内股价主要受业绩驱动，取得大客户订单或外延并购将提升市场对于公司业绩的预期。
- ◆ 人工景区：长期来看，人工景区将整体受益于休闲度假游的兴盛。短期来看，股价催化剂主要为新项目的落地。公司目前即将迎来第二轮扩张的业绩释放期，估值中枢有望上移。

【配置建议】

- ◆ 关注确定性+估值修复。我们重点推荐1)行业空间大、赛道良好、业绩确定性较高的龙头公司：科锐国际、中国国旅；2)前期超跌，存在估值修复和业绩边际改善的公司：休闲游龙头公司宋城演艺、酒店板块龙头首旅酒店、锦江股份等。

【风险提示】

- ◆ 行业重大政策变化；
- ◆ 宏观经济持续低迷；
- ◆ 地缘政治风险；

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

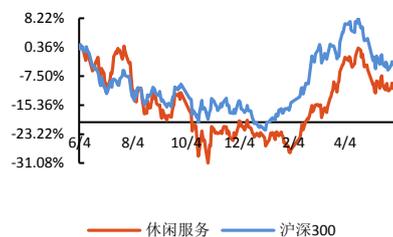
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：徐晴

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《剖析子行业动因，寻找抗周期玩家》

2018.12.05

正文目录

1. 2019 年休闲服务行业回顾.....	4
1.1. 2019 年休闲服务行业行情回顾.....	4
1.2. 休闲服务行业基本面回顾.....	6
1.2.1. 2018 年整体放缓，Q1 环比改善，子行业表现出现分化.....	6
1.2.2. 免税行业：收入端持续高增长，利润端略承压.....	8
1.2.3. 人工景区行业：宋城演艺一枝独秀，拉动板块业绩增长.....	9
1.2.4. 人力资源行业：灵活用工高速发展，确定性较高，潜力巨大.....	9
1.2.5. 酒店行业：经营数据表现不佳，关注新店开拓和提质提效.....	11
1.2.6. 出境游行业：业绩大幅下滑，静待行业回暖.....	12
1.2.7. 传统景区行业：内容升级迫在眉睫，交通改善有望带来增量.....	14
2. 2019 年休闲服务行业展望及投资建议.....	15
2.1. 免税：国旅一家独大，多因素保障高成长性.....	18
2.2. 人力资源：科锐国际标的稀缺，行业步入快车道.....	20
2.3. 人工景区：宋城演艺盈利能力突出，估值中枢有望上移.....	23
2.4. 酒店板块：龙头公司仍然具有成长性，短期关注宏观和经营数据.....	24
3. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 休闲服务板块与大盘指数年初至今表现.....	4
图表 2: 休闲服务板块个股涨跌幅以及市值占比（截至 2019-05-27）.....	4
图表 3: 重点关注的公司相对于沪深 300 指数的相对收益情况.....	5
图表 4: 子板块涨跌幅水平.....	5
图表 5: 休闲服务板块整体 PE (TTM) 水平.....	5
图表 6: 休闲服务公司列表.....	5
图表 7: 休闲服务行业收入及增速.....	7
图表 8: 休闲服务行业净利润及增速.....	7
图表 9: 休闲服务行业 2019Q1 盈利能力提升.....	7
图表 10: 休闲服务行业三费水平.....	7
图表 11: 子行业收入增速水平.....	8
图表 12: 子行业扣非归母净利润增速水平.....	8
图表 13: 科锐国际灵活用工快速发展（收入单位：亿元）.....	10
图表 14: 灵活用工行业渗透率对比.....	10
图表 15: 出境游龙头公司 2018 年收入情况（单位：亿元）.....	13
图表 16: 出境游龙头企业 2018 年扣非净利润情况（单位：亿元）.....	13
图表 17: 2018 上半年出境游人数增速最高的城市 TOP10.....	13
图表 18: 2018 年出境游热门目的地 TOP20.....	14
图表 19: 门票降价措施梳理.....	14
图表 20: 自然景区 Q1 收入及同比增速（单位：亿元）.....	15
图表 21: 自然景区公司 Q1 扣非业绩及增速（单位：亿元）.....	15
图表 22: 美国人均 GDP 增速休闲娱乐支出增速.....	16
图表 23: 国内旅游游客年龄分布.....	16
图表 24: 消费偏好变迁.....	16
图表 25: 90 后、80 后城市级别分布.....	17

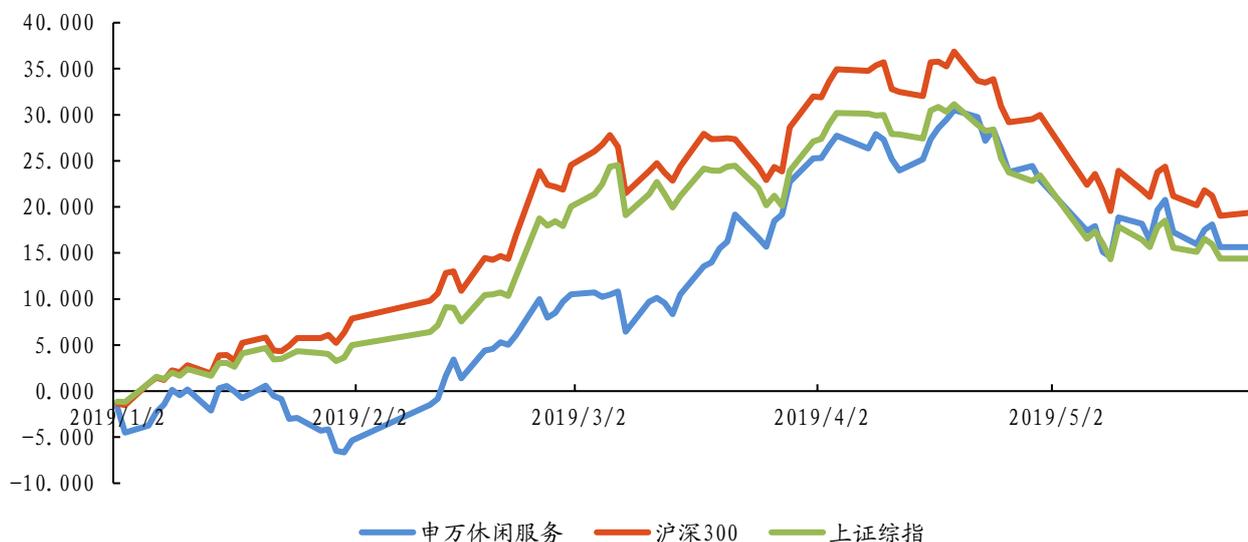
图表 26: 出境游游客年龄结构分布	17
图表 27: 首旅酒店北京上海酒店占比	17
图表 28: 各级别城市酒店连锁化率	17
图表 29: 各子行业催化因素	18
图表 30: A 股休闲服务行业重点关注公司 (股价截至 6 月 4 日)	18
图表 31: 中国国旅免税业务毛利率 (单位: %) 对标 Dufry	19
图表 32: 我国免税市场竞争格局	19
图表 33: 2017 年奢侈品消费者国籍分布	19
图表 34: 2017 年全球奢侈品消费地分布	19
图表 35: 2018 我国奢侈品消费者年龄分布	20
图表 36: 2018 奢侈品购物渠道分布	20
图表 37: 灵活用工业务收入 (单位: 亿元) 以及占比	21
图表 38: 重要的灵活用工子公司的营业利润率	21
图表 39: 公司核心客户贡献营收规模 (单位: 万元) (2014-2016 年披露前十 大客户, 2017 年披露前五大客户)	22
图表 40: 人服企业巨头任仕达重要收购标的一览	22
图表 41: 我国不同时期旅游发展	23
图表 42: 首旅和华住中高端酒店占比	25
图表 43: 锦江股份月度净开店结构	25

1. 2019 年休闲服务行业回顾

1.1. 2019 年休闲服务行业行情回顾

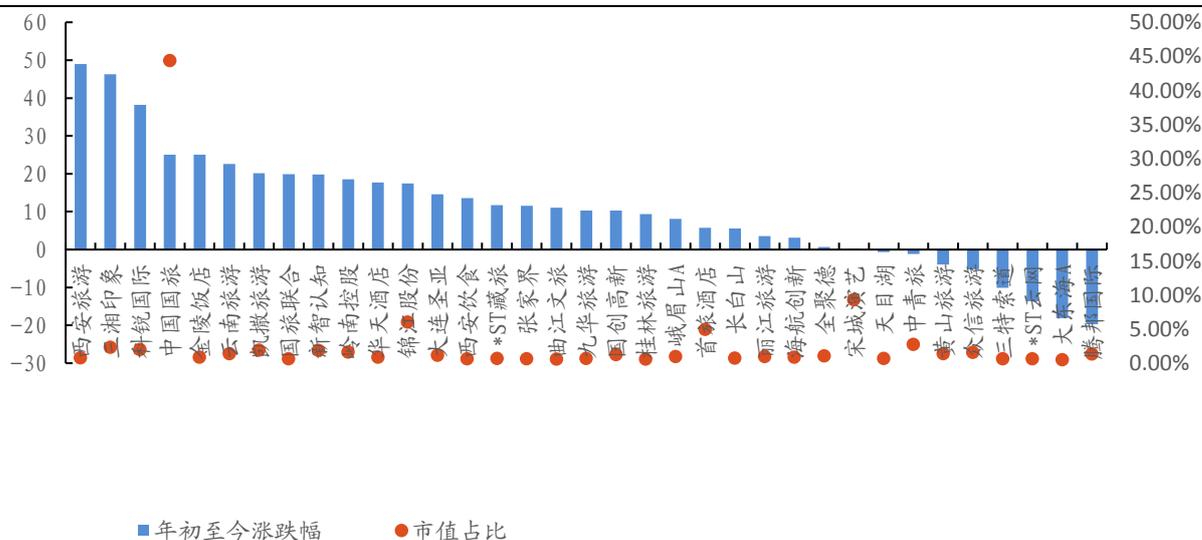
年初至今（5月27日），申万休闲服务行业上涨15.64%，跑输沪深300指数，跑赢上证综指，在申万一级行业中排名第21位。今年年初大盘快速反弹拉升，休闲服务行业成熟期公司较多，缺乏热点题材，涨幅较为平淡。2-4月份，宏观经济数据回暖，休闲服务作为可选消费估值开始回升，随着权重股（主要系酒店和免税）的估值修复以及预期改善，休闲服务行业与大盘涨幅差距缩窄。受贸易摩擦影响，近来大盘下行压力较大，板块内业绩表现亮眼、确定性高、成长性高的质优个股体现出较强的防御性，持续获得超额收益。

图表 1：休闲服务板块与大盘指数年初至今表现（截至 2019-05-27）



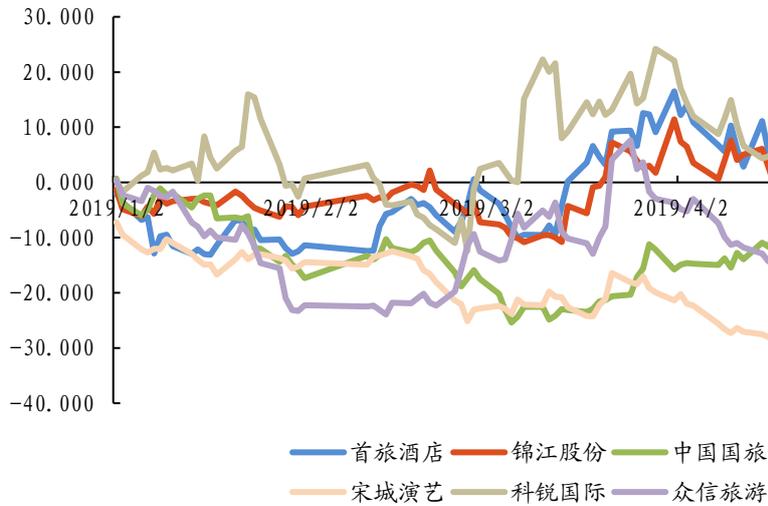
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：休闲服务板块个股涨跌幅以及市值占比（截至 2019-05-27）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

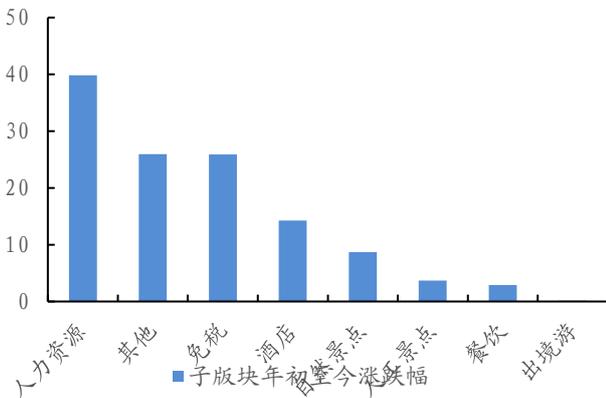
图表 3: 重点关注的公司相对于沪深 300 指数的相对收益情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

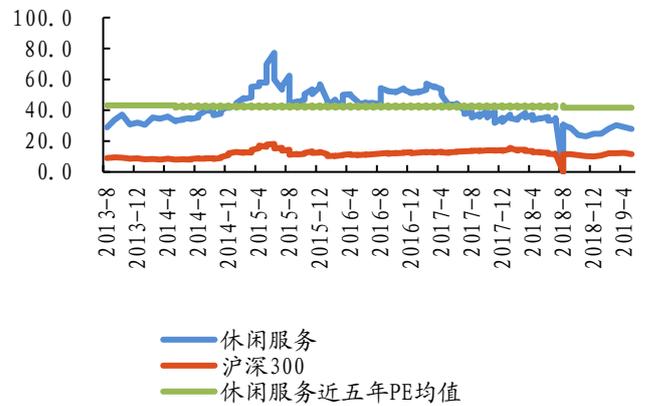
子行业方面, 人力资源(+40%)、其他(+25%, 多受炒作行情驱动)、免税(+25%)、酒店(+14%)涨幅居前。出境游、餐饮、人工景点、自然景点涨幅较弱。目前, 休闲服务板块 PE (TTM) 为 27.9 倍, 沪深 300 指数为 11.49 倍, 板块估值低于近五年均值, 回落于历史低位。

图表 4: 子版块涨跌幅水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 休闲服务板块整体 PE (TTM) 水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 休闲服务公司列表

股票代码	公司名称	所属子行业
000428.SZ	华天酒店	酒店
000613.SZ	大东海 A	
600258.SH	首旅酒店	
000524.SZ	岭南控股	
600754.SH	锦江股份	

601007.SH	金陵饭店	
000430.SZ	张家界	自然景观
000888.SZ	峨眉山 A	
000978.SZ	桂林旅游	
600054.SH	黄山旅游	
002033.SZ	丽江旅游	
603099.SH	长白山	
603136.SH	天目湖	
002059.SZ	云南旅游	
600749.SH	*ST 藏旅	
002159.SZ	三特索道	
603199.SH	九华旅游	
300144.SZ	宋城演艺	人工景点
600138.SH	中青旅	
600706.SH	曲江文旅	
600593.SH	大连圣亚	
601888.SH	中国国旅	免税
300662.SZ	科锐国际	人力资源
000796.SZ	凯撒旅游	出境游
002707.SZ	众信旅游	
300178.SZ	腾邦国际	
000721.SZ	西安饮食	餐饮
002186.SZ	全聚德	
002306.SZ	*ST 云网	
000863.SZ	三湘印象	其他
600358.SH	国旅联合	
600555.SH	海航创新	
000610.SZ	西安旅游	
603869.SH	新智认知	

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

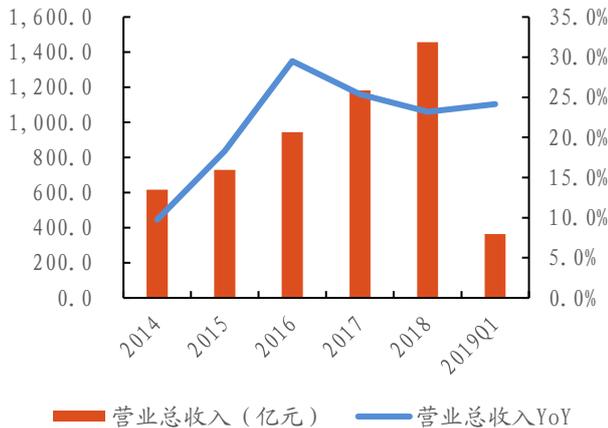
1.2. 休闲服务行业基本面回顾

1.2.1. 2018 年整体放缓, Q1 环比改善, 子行业表现出现分化

休闲服务行业 2018 年实现收入 1457.12 亿元, 同比增长 23.18%, 增速有所回落。受 Q4 商誉减值、费用集中计提等影响(资产减值损失占净利润比重

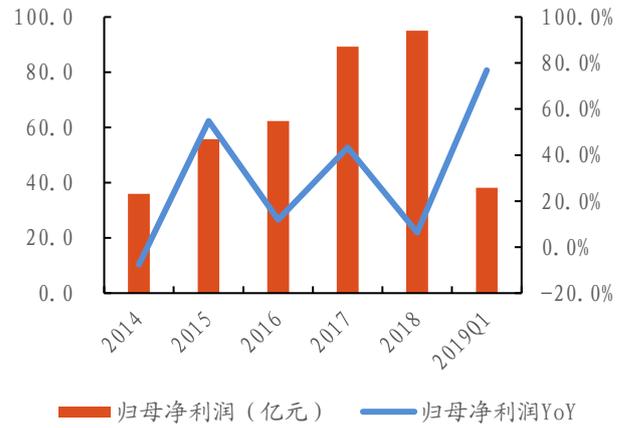
高达 24%)，公司业绩增速放缓比较明显，归母净利润增速远低于收入增速，2018 年归母净利润增速仅为 6.41%(前三季度增速为 34.8%)。2019 年 Q1 环比改善，收入同比增长 24.5%，归母净利润大幅同比增长 76.87%，板块盈利能力环比和同比都有所提升，毛利率提升至近年来的高点，资产减值情况环比改善，管理费用率、财务费用率持续降低推动板块净利率水平至 11.56%，同样达到 2012 年以来的最高水平。

图表 7：休闲服务行业收入及增速



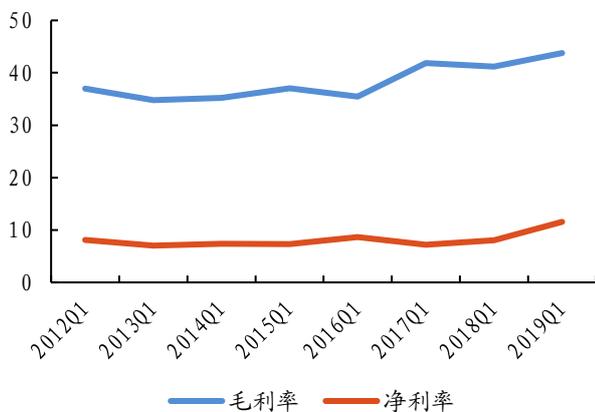
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8：休闲服务行业净利润及增速



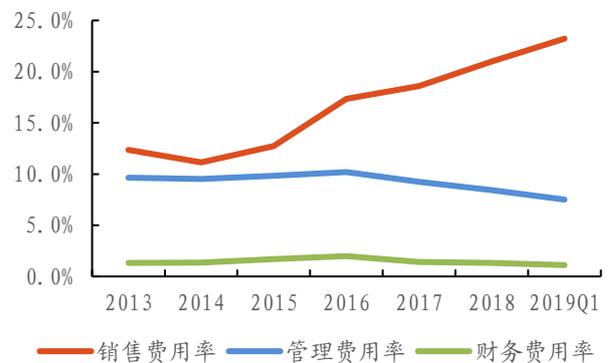
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9：休闲服务行业 2019Q1 盈利能力提升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10：休闲服务行业三费率水平

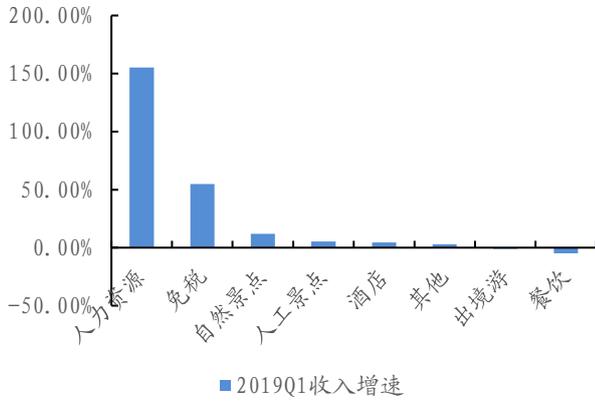


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从各个子行业的表现来看，各个子行业情况呈现分化。2019 年 Q1 收入增速前三名分别为人力资源、免税和自然景区，Q1 板块内部分公司存在资产处置收益，因而利润端我们采用扣非业绩指标，扣非净利润增速前三名的子行业分别为人力资源、免税和人工景区。人力资源板块和免税板块收入和业绩都有亮眼表现，人力资源板块公司科锐国际内生外延共同发力，灵活用工业务快速增长；免税板块中国国旅受益于日上并表以及三亚店的持续高增长；酒店板块 Q1 开店数量较少，去年同期高基数+宏观经济+关店升级改造共同作用下经营数据表现欠佳，营收和业绩增速均处于低位；自然景区板块黄山旅游（交通改善、旅客结构改善）、西藏旅游（今年免票期缩短、客流量同比增加）、九华旅游和长白山实现收入增长，其他公司收入下跌，且受制于门票降价影响，自然景区板块公司盈利能力不及人工景区，业绩的增速在 Q1 出现下滑；出境游板块在

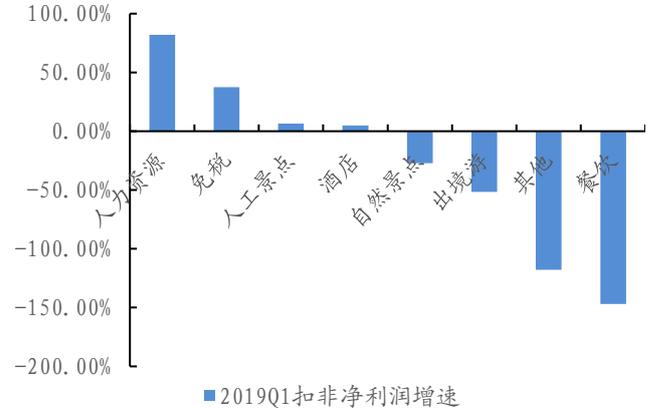
去年的目的地特殊事件影响下景气度缓慢回升，收入增速与去年同期大致持平，但受板块内个别公司商誉减值损失影响，净利润依然下滑，但下滑幅度环比缩小。

图表 11: 子行业收入增速水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 子行业扣非归母净利润增速水平



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2.2. 免税行业: 收入端持续高增长, 利润端承压

免税板块中国国旅凭借绝对的垄断地位和牌照优势依然显示出良好的成长性。中国国旅 2018 年实现营业收入 470.07 亿元, 同比增长 66.21%, 实现归母净利润 30.94 亿元, 同比增长 22.29%; 公司 2019 年 Q1 实现营业收入 136.92 亿元, 同比增长 54.72%; 实现归母净利润 23.06 亿, 同比增长 98.80%, 实现扣非净利润 15.98 亿, 同比增加 37.37%, 非经常性损益主要为剥离国旅总社的资产处置收益, 业绩增速符合预期。

2018 年收入增速高于业绩增速, 费用计提、汇兑损益、资产减值损失拖累业绩表现。公司 2018 年收入端持续加速增长: 1) 海棠湾实现营收 80.10 亿元, 同比增长 31.66%; 2) 日上上海于 2018 年 3 月并表, 带来收入增量 104.5 亿元; 3) 日上中国持续高增长, 以及日上中国 2017 年 4 月并表带来统计口径差异, 日上中国 2018 年实现营业收入 73.89 亿元, 去年收入为 43.11 亿元; 4) 香港机场免税店自 2017 年 11 月起进入试营业。费用端方面, 销售费用率同比增加 12.2pct, 销售费用中租赁费和职工薪酬增幅较大, 受到日上上海并表、北京机场免税店执行新扣点率、计提奖金奖励的影响。2018 年汇兑损失为 1.17 亿元, 去年同期为汇兑收益 4428 万元。资产减值损失主要为存货跌价损失, 2018 年计提存货跌价损失 2.02 亿元, 去年同期存货跌价损失为负值。

毛利率持续提升, 产品结构和议价能力持续改善。公司 2018 年毛利率为 41.46%, 同比增长 11.64pct。毛利率大幅提升来自于: 1) 免税业务占比持续提升; 2) 免税业务自身毛利率提升。免税业务毛利率 53.09%, 同比增长 7.36pct, 上海机场免税店香化产品比例更高以及公司垄断低位带来的议价能力提升共同提高毛利率水平。

Q1 高增长延续, 期待市内免税店的落地与政策改善。公司于 2019 年 2 月完成国旅总社的剥离, 专注于免税业务。扣除国旅总社剥离的影响, 测算出中免公司收入 Q1 增长翻倍, 增长主要来自三亚免税城的稳定高增长、日上上海并表、日上中国 (首都机场免税) 的高增长。租赁费上涨一定程度上削弱公司

的盈利能力，但公司积极推进市内免税店落地与市内店对国人开放的消费政策，预计未来市内店会成为公司新的亮点。

1.2.3. 人工景区行业：宋城演艺一枝独秀，拉动板块业绩增长

2019 年 Q1 人工景区板块宋城演艺和中青旅贡献了板块 90%以上的净利润。宋城演艺一枝独秀成为 Q1 板块内唯一实现扣非业绩正增长的公司。受益于休闲度假的兴盛，公司作为国内主题公园的龙头企业游客量仍然处于快速增长期，表现好于其他传统山岳景区。报告期内公司归母净利润同比增长 14.9%，对子公司六间房的持股比例从 100%下降至 76.96%。六间房业绩 Q1 与去年同期持平，根据公司一季报披露的少数股东权益增加以及持股比例计算，六间房的净利润约 0.87 亿元，扣除六间房的业绩贡献，公司 2019Q1 主业旅游演艺利润同比增速超过 30%。旅游演艺增长来源于以下几个方面：1) 存量项目（杭州、三亚、丽江）实现良好增长，三亚、杭州高基数下继续稳步增长，丽江项目在低基数下反弹增长较快；2) 明月千古情确认部分收入带来利润显著增长；3) 桂林项目新开业表现良好，公司推行积极的市场营销策略，后续市场将稳步扩容。公司 2019Q1 毛利率为 69.77%，同比增加 1.8pct，毛利率同比增加或受益于轻资产项目收入的确认。公司 Q1 销售费用率/管理费用率分别为 7.7%/5.1%，同比降低 2.59pct/0.66pct，财务费用率同比增加 0.11pct，费用端控制良好，期间费用率降低+毛利率微增共同推动公司 Q1 净利率至 47.39%，同比增加 2.5pct。公司的储备项目中，张家界项目预计今年 7 月份开业，西安、上海项目预计在 2019 年年底和 2020 年上半年开业，澳洲项目目前在稳步推进。除此之外，杭州、三亚的存量项目扩容在即，预计会为存量项目带来新的增长。文化和旅游部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》提出，鼓励和支持各类市场经营主体积极参与旅游演艺发展，特别提出对民营主体给予扶持，鼓励各地采购民营经营主体制作的优秀剧目。同时，《意见》明确提出符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可依法享受税收优惠。公司作为旅游演艺龙头企业，演艺与科技相结合，将充分受益政策利好。

中青旅 19 年 Q1 业绩不及预期，扣非净利润下滑 40%以上。古北和乌镇的客流量自 2018 年以来处于下滑阶段，公司 2018 年通过调整景区内容以及游客结构提升了客单价，抵消了客流量下滑的负面影响。2019 年乌镇打造会展小镇，丰富景区内内容，收入结构优化，五一小长假景区客流量正向增长 21%，客单价提升有望延续，Q1 业绩不及预期主要受世园会筹备费用的拖累，后期随着京沈高铁开通的引流、对古北股权增加带来的经营积极性提升以及光大入驻带来的治理机制的改善，公司业绩存在边际改善的可能。

1.2.4. 人力资源行业：灵活用工高速发展，确定性较高，潜力巨大

科锐国际是 A 股人力资源行业公司的唯一标的，自上市以来业绩表现亮眼。我国人力资源行业起步较晚，目前受益于我国产业结构调整、企业转型升级和异地扩张，处于快速发展中。2018 年科锐国际实现收入 21.97 亿，同比增长 93.54%，实现归母净利润 1.18 亿，同比增长 58.3%，基本符合预期。

三大主业增长强劲，灵活用工占比再度提升。公司三大主业表现亮眼，其中招聘流程外包业务同比增长 29.32%，保持上半年的增速，毛利率同比增加 5pct；中高端人才访寻业务同比增长 41.56%，较上半年有所提速，公司加速二、

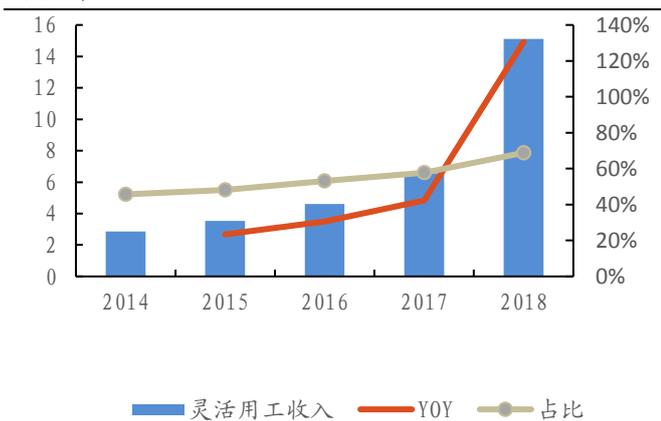
三线城市布局，在网点扩张的同时加大企业客户拓展，同时公司的 CTS 系统提高了顾问的产出效率，毛利率与去年同期持平；灵活用工业务增速最快，目前占总业务收入比重为 68.83%，同比增长 130.38%，剔除 Investigo 并表影响，同比增长 56.16%，依然处于提速通道。灵活用工毛利率 8%，同比下降 1.61pct，毛利率下降主要受 Investigo 并表影响，扣除 Investigo，灵活用工毛利率 9.17%，同比下降 0.44pct。

业务结构改变致使综合毛利降低，期间费用控制良好。公司综合毛利率为 18.11%，同比下降 4.35pct。综合毛利率下降主要为毛利率较低的灵活用工占比提升所致，但我们认为大力发展灵活用工可以快速扩大公司的营收规模，增强用户粘性，有利于巩固公司的壁垒。公司净利率 6.24%，同比下降 1.31pct，下降幅度小于毛利率，公司期间费用控制良好，期间费用率同减 1.87pct，主要是管理费用率下降 1.6pct，除此之外，研发费用率下降 0.43pct，销售费用率下降 0.08pct，财务费用率微增 0.32pct。公司大力发展线上技术，大数据技术可以帮助公司在候选人和企业之间实行更准确的匹配，同时线上产品的推出可以帮助公司接触到更多的长尾客户。2018 年公司前五大客户采购规模同比增长 50%，但占比从 2017 年的 27% 下降至 21%，客户结构更加均衡。

2019 年 Q1 公司延续高增长，收入同比增长 155.3%，归母净利润 67.65%，扣除 Investigo 并表带来的影响，内生扣非业绩增速近 50%。灵活用工是主要推动力，据我们测算，2019Q1 公司灵活用工业务收入同比增速近 100%，猎头业务受宏观经济影响增速环比有所下滑。

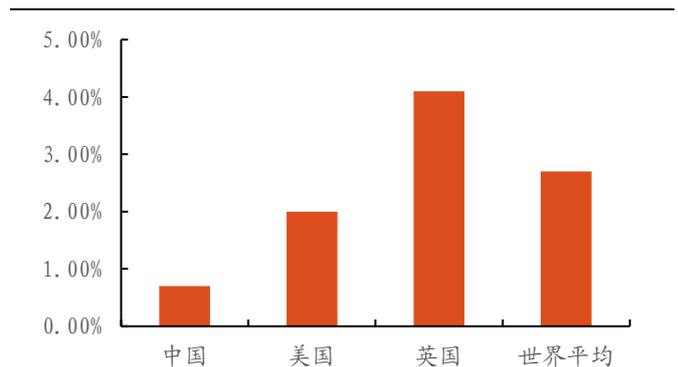
根据灼识咨询数据，我国灵活用工业务处于快速发展期，预计 2017-2022 年行业复合增速为 24.2%。社保新规以及择业观念的转变有助于灵活用工模式的快速推广，公司作为灵活用工龙头企业有望充分享受行业发展红利。对比海外较为成熟的灵活用工市场，我国灵活用工行业渗透率还有极大的挖掘空间，日本灵活用工渗透率上升期长达 40 年，我国灵活用工行业有望长期处于快速发展的通道。

图表 13: 科锐国际灵活用工快速发展 (收入单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 14: 灵活用工行业渗透率对比



资料来源: 公司交流, 东方财富证券研究所

1.2.5. 酒店行业：经营数据表现不佳，关注新店开拓和提质提效

目前我国有限服务酒店行业竞争格局已定，形成锦江股份、首旅酒店和华住酒店三足鼎立的态势。2017 高基数+今年宏观经济放缓的双重压力下，2018 年锦江股份和首旅酒店 OCC 均下滑（华住 OCC 优于首旅和锦江，但 Q3 入住率同样下滑）；2018 年龙头估值处于历史底部。酒店股与宏观经济高度相关，年初受益于 PMI 回暖，酒店龙头股表现出估值修复获得超额收益，但由于 2019 年经营数据持续表现不佳，根据锦江股份月度数据，OCC 持续下滑，经济型酒店和中高端酒店各自房价同比下降，但因结构改善总体房价依然上升，OCC 与 ADR 共同作用下 revpar 依然处于下降通道，酒店股估值近期又回落至低点。酒店龙头在经济承压、Revpar 下降的背景下，业绩支撑主要依靠轻资产扩张以及中高端占比带来的综合房价提升。

A 股酒店板块龙头首旅酒店和锦江股份在 2018 年收入增速受经营数据和直营店观点改造等影响增长较为缓慢，但加盟扩张和结构升级下盈利能力有所提升，业绩增速表现优于收入增速。2019Q1，两家公司收入和业绩增速继续放缓，下半年宏观经济回升+去年下半年基数较低，有望出现经营数据的回暖。

首旅酒店：公司 2018 年实现营业收入 85.39 亿元，同比增长 1.45%；实现归母净利润 8.57 亿，同比增长 35.84%，实现扣非净利润 6.90 亿，同比增长 15.99%，两者差异主要为处置燕京饭店 20%股权的投资收益以及政府补助，业绩基本符合预期。

加盟酒店业务增速最快，商誉减值拖累 Q4 业绩表现。各业务板块中，酒店管理业务（加盟店）增速最快，同比增长 10.7%，酒店运营业务（直营店）收入受亏损店关店影响同比下降 0.33%，毛利率同比下降 0.48pct，原因是酒店为吸引客源加大送早餐优惠促销活动，导致餐饮成本比上年增长 3.95%。景区业务受门票留存比例提升和客流量提升的共同驱动收入同比增长 1.26%。公司 Q4 公司收入/业绩/扣非业绩分别+3.1%/-31.01%/-48.41%，业绩大幅下滑主要为计提南苑酒店商誉减值 8190 万所致。

中高端受新开店影响数据表现不及经济型酒店，下半年 Revpar 增速放缓。2018 年如家总体 Revpar 同比增长 4.2%，酒店结构改善为提升拉动主因，拆分来看，经济型酒店 Revpar 同比增长 1.9%，中高端受新开店影响 Revpar 同比下降 5%。分季度来看，如家 Q1-Q4 Revpar 增速分别为 4.0%/5.6%/4.1%/2.8%，下半年 Revpar 表现不及上半年，主要受宏观经济影响。2018 年公司新开店 622 家，净增酒店 337 家，酒店结构进一步向中高端和加盟酒店倾斜。截止 2018 年底，公司共有酒店数 4049 家，经济型/中高端/其他分别为 3025/720/304 家，占比为 74.7%/17.8%/7.5%，直营/加盟分别 925/3124 家，占比为 22.8%/77.2%。

2019 年 Q1 实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 0.99%；实现归母净利润 7395.68 万元，同比下滑 1.9%，略低于预期。酒店业务业绩下滑，景区业务增长良好。收入端，酒店业务收入微增 0.67%，其中首旅存量酒店收入同比增加 2.57%，如家酒店受直营店持续关店影响收入同比增长 0.42%。景区运营业务同比增加 4.9%，受益于：1）景区游客同比增加 1.9%；2）公司门票留存比例由 40%提升至 60%。利润端，酒店业务受到 Revpar 下滑影响利润同比下降，如家经济型和中高端酒店 Revpar 均同比下滑，公司酒店业务利润总额同比下降 10.58%。景区业务利润总额同比上升 10.66%，门票留存比例提升以及商品销售模式改变共同提升景区盈利能力。

经营数据方面，2019Q1 如家经济型直营/经济型加盟/中高端直营/中高端

加盟 RevPAR 分别为 115/130/210/184，同比-0.1%/-3.4%/-6.6%/-7.6%。同店经济型直营/经济型加盟/中高端直营/中高端加盟同店 RevPAR 分别为 115/132/224/211 亿元，同比 -0.6%/-3.0%/-6.6%/-6.9%。如家 18Q2/18Q3/18Q4/19Q1 经济型同店 RevPAR 分别同比+4.1%/+2.4%/+1.5%/-2.4%；中高端同店 RevPAR 分别同比+5.0%/+1.4%/+0.3%/-6.8%。

锦江股份：公司 2018 年实现营业收入 146.97 亿元，同比增长 8.21%；实现归母净利润 10.82 亿，同比增长 22.76%，实现扣非归母净利润 7.39 亿，同比增长 9.88%，差异主要为出售长江证券等股票取得的投资收益。

Q4 业绩受一次性费用计提影响大幅下滑，各品牌中铂涛系业绩增长最优。公司 Q4 实现收入 37.4 亿元，同比增长 5.3%，实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比下滑 65.2%，扣非业绩大幅下滑主要受一次性费用计提影响致使 Q4 管理费用同比上升 7.83pct，全年来看，公司管理费用上升 3.31pct，销售费用下降 2.63pct，财务费用下降 0.55pct。公司运营的多个品牌中，铂涛系表现最优，铂涛系营收 43.3 亿元，同比增加 8.73%，归母净利润 4.06 亿元，同比增加 49.8%，净利大幅增长主要来自酒店结构的改善以及关闭亏损酒店。锦江系受商誉减值（金广快捷）以及政府补助减少的影响净利润同比下滑，维也纳系酒店净利增速平缓（同比增长 12%）。

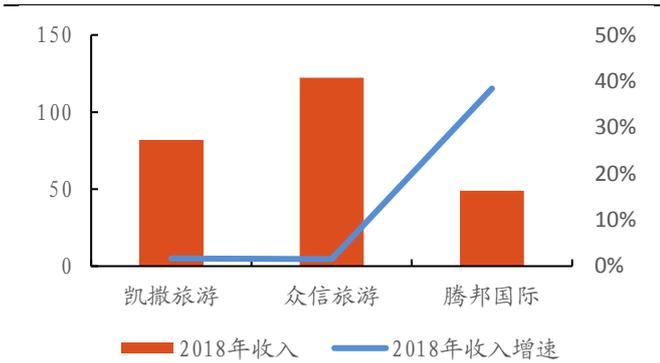
中高端和加盟店占比不断提升，2018 年完成开店计划。截至 2018 年底，境内经济型、中高端酒店数量分别为 3985、2172 家，中高端酒店占比由 2017 年的 25%提升至 2018 年 35%。加盟店、直营店数量分别为 5422、725 家，加盟店占比由 2017 年的 85.7%提升至 2018 年的 88.2%。2018 年公司新开店 1243 家，超额完成 900 家的开店计划，目前公司已开店酒店共 7443 家，客房数为 732701 间，为三大有限服务酒店龙头之首。

结构升级为 Revpar 增长主因，中高端酒店表现相对较好。2018 年境内酒店 RevPAR 同比增 5.83% (OCC-2.69pct/ADR+9.46%)，其中中端酒店 RevPAR 同比增长 0.34%，经济型酒店 RevPAR 同比下滑下降 0.88%，结构升级为整体 Revpar 提升主因。同店 RevPAR 同比增加 2.60% (OCC-2.33pct/ADR+5.59%)，其中中高端同店 RevPAR 增 4.54% (OCC-1.64pct/ADR+6.54%) 表现突出，而经济型同店则同比下滑 0.63% (OCC-2.78pct/ADR+2.92%)，二者出现明显分化。

1.2.6. 出境游行业：业绩大幅下滑，静待行业回暖

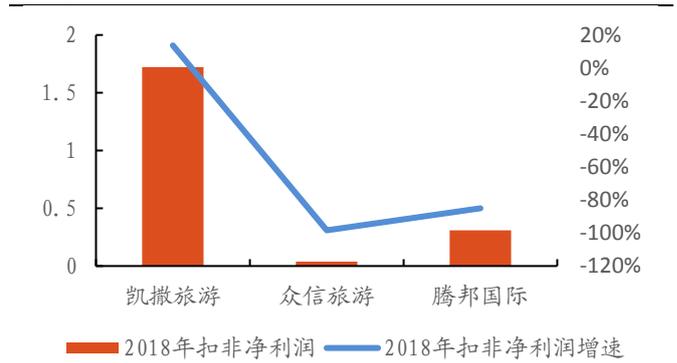
目前 A 股主营业务为出境游的公司有：凯撒旅游、众信旅游和腾邦国际。我国出境游行业增速 2016 年触底反弹，2017 年我国出境游人次同比增加 7%，2018 年出境游人次同比增加 15%，继续回暖趋势，但是 2018 年数次东南亚或日本目的地特殊时间导致目的地景气度恶化，加之商誉减值及其他资产减值损失，致使出境游公司 Q3\Q4 业绩大幅下滑。2019Q1，三家出境游企业收入表现比较平稳，业绩上众信和凯撒企稳回升，腾邦业绩下滑幅度较大。

图表 15: 出境游龙头公司 2018 年收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 16: 出境游龙头企业 2018 年扣非净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

在出境游兴起的进程中, 旅行社依然扮演着重要的角色。旅行社组织出境游人次保持高增长, 高于全国出境游总人数增速, 旅行社组织出境游人次占全国出境游总人数的比重在 2016 年超过 40%, 且仍然处于上升阶段。

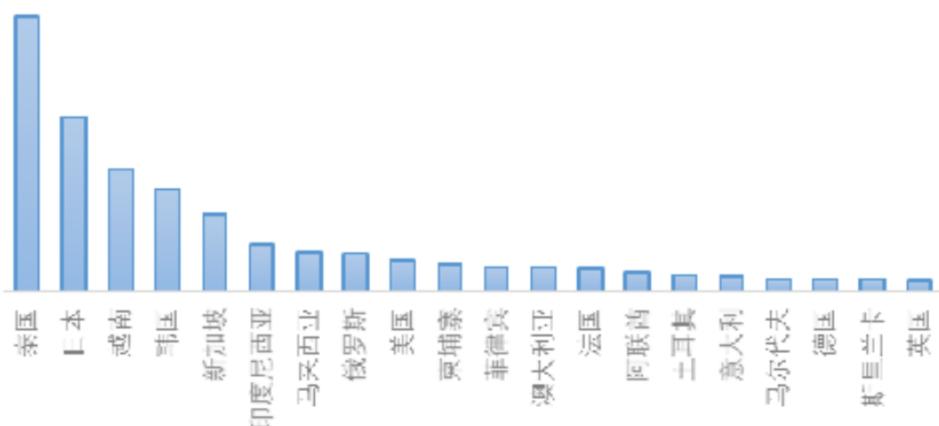
目前, 二三线城市为出境游的主要增量市场。我国一线城市出境游人次趋缓, 部分二三线、三四线城市出境游人数出现爆发性增长。由于爆发式增长的出游客群多为出境游“新手”, 在目的地方面, 短途目的地为自然成为主流目的地, 同时, 首次出境游多数游客会选择跟团, 因而泰国和日本为旅行社主要布局目的地。

图表 17: 2018 上半年出境游人数增速最高的城市 TOP10

排名	城市	增速
1	西安	180%
2	贵阳	175%
3	南昌	162%
4	昆明	155%
5	郑州	146%
6	太原	123%
7	重庆	120%
8	济南	115%
9	合肥	110%
10	常州	107%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 18: 2018 年出境游热门目的地 TOP20



资料来源:《2018 年出境游大数据报告》, 东方财富证券研究所

目前, 日本的景气度在回升中, 4 月受假日错峰以及淡季影响增速有所回落, 泰国年初至今游客增速同比下降 3.7%, 依然较为疲软, 旅行社业务门槛相对较低, 行业景气度较差时毛利率承压较为严重, 估值短期内仍将承压。但长期来看, 我国旅游市场巨大, 我国龙头旅行社的市占率不足 5%, 市场集中度还有很大空间。我国公民的旅行支出也逐渐具有刚需色彩。行业稳步发展的基本面并没有改变。今年以来, 宏观经济放缓、人民币汇率贬值、目的地特殊事件多重负面因素影响下, 出境游企业估值大幅回调。静待负面事件影响力减弱, 行业回暖业绩弹性释放, 长期看仍具有配置意义。

1.2.7. 传统景区行业: 内容升级迫在眉睫, 交通改善有望带来增量

我国传统景区上市公司收入中门票占比高, 受门票降价影响, 我国传统景区上市公司收入普遍下降。旅游高峰期传统景区面临游客数量瓶颈, 交通改善的红利也很难发挥出来。此外, 其他配套设施不完善, 也使得景区内容过于单薄, 无法适应旅客从观光需求到休闲度假需求的过渡。继去年国有景区门票降价措施出台后, 今年相关政策再次出台, 政策要求加大降价范围和幅度, 进一步将景区内的交通列入降价范畴, 进一步压低估值中枢。长期来看, 门票降价将倒逼上市景区公司拓宽产品内容, 减少对于门票经济的依赖, 注重游客体验, 打造更为全面的旅行生态圈, 随着未来错峰出行意愿增加, 交通改善有望带来游客增量。

图表 19: 门票降价措施梳理

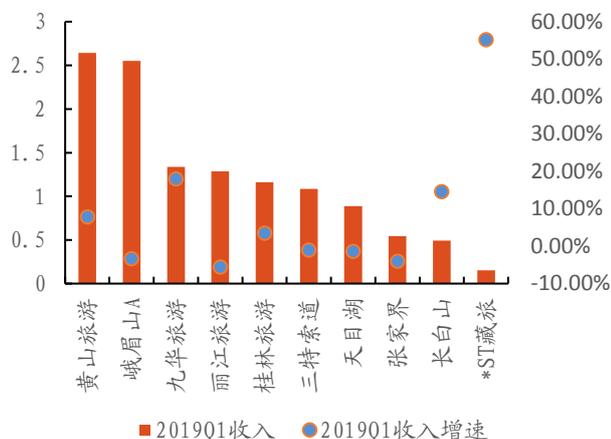
公司	措施
张家界	武陵源核心景区: 旺季门票降为 225 元/人次 (原为 245 元), 淡季门票降为 115 元/人次 (原为 136 元)
峨眉山 A	峨眉山景区: 旺季门票从 185 元/人降为 160 元/人
黄山旅游	黄山风景区: 旺季门票由 230 元/人降为 190 元/人。
丽江旅游	玉龙雪山索道: 从 180 元降为 120 元; 云杉坪索道: 从 55 元降为 40 元; 牦牛坪索道票价: 从 60 元降为 45 元。

云南旅游 昆明世界园艺博览园：从 100 元/降为 70 元/人次

00460.HK 四环医药

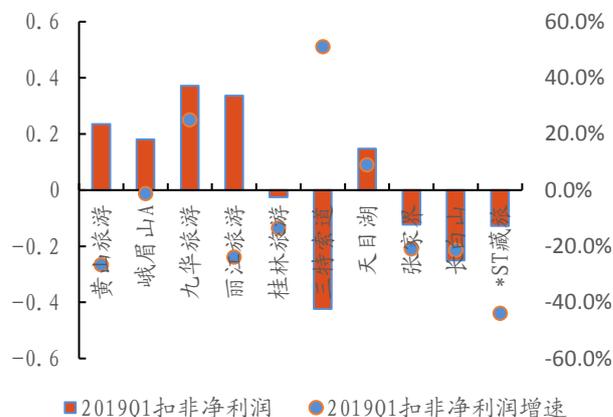
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20：自然景区 Q1 收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 21：自然景区公司 Q1 扣非业绩及增速（单位：亿元）

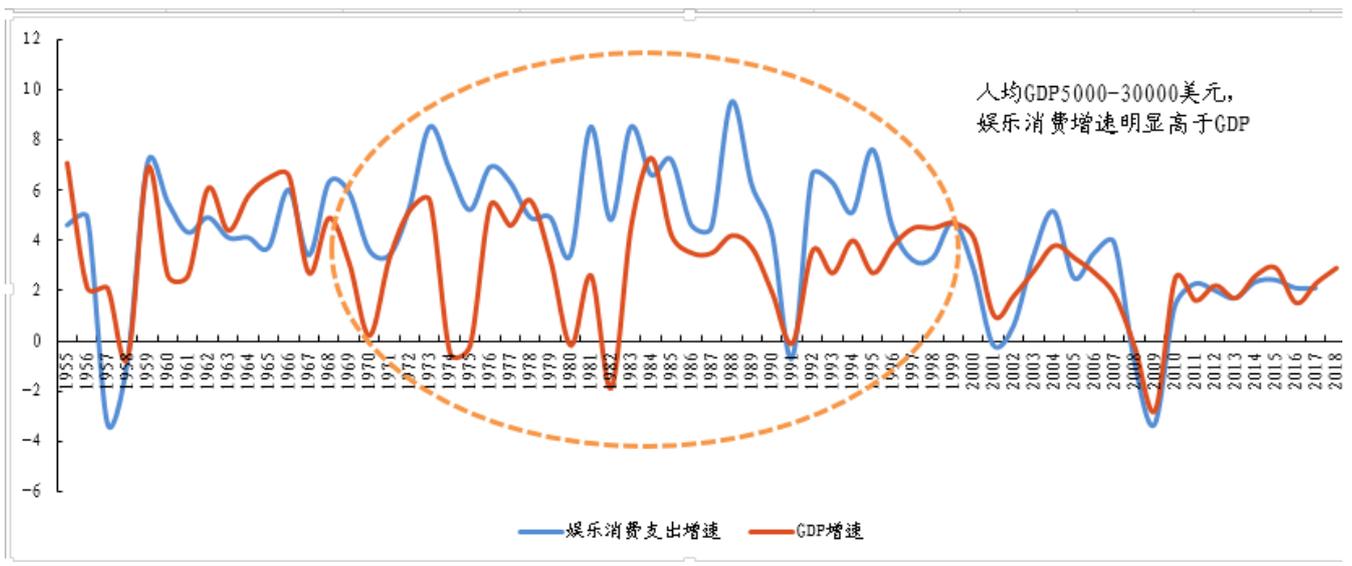


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 2019 年休闲服务行业展望及投资建议

休闲服务板块除人力资源外均为旅游产业链企业，隶属于可选消费，与人均可支配收入密切相关。对标美国，人均 GDP 超过 5000 美元之后休闲娱乐产业会迎来黄金发展期，超过 30000 美元之后休闲娱乐产业发展区域平缓。我国人均 GDP 在 2011 年首次达到 5000 美元，随后旅游产业进入高速发展期，2011-2018 年全国旅游总收入复合增速为 15%，远高于此期间的 GDP 复合增速。2018 年我国人均 GDP 为 9600 美元，与 30000 美元还有不小的距离，我们认为旅游行业依然有高成长的潜力。

图表 22: 美国人均 GDP 增速休闲娱乐支出增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

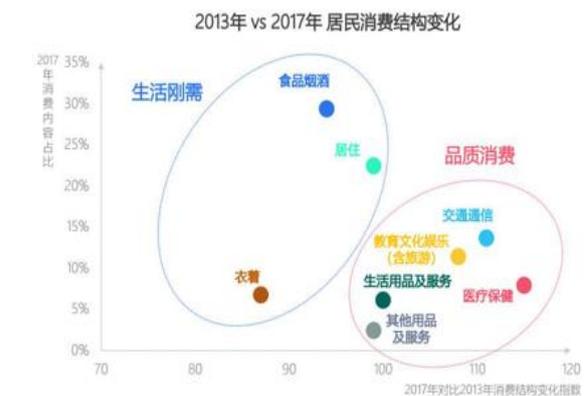
消费偏好变化为另一行业增长逻辑。当前, 80 后和 90 后成为消费主力。年轻一代相较于 60 后具有更强的消费意愿, 注重消费的个性化和品质化, 消费支出中品质消费明显增加, 也更愿意进行杠杆消费, 且 80 后和 90 后多为独生子女, 从小经受良好的教育, 其父母也更愿意从财力上支持高档消费。虽然受计划生育影响, 作为当前消费主力的年轻一代虽然从数量上大幅减少, 但消费习惯的变迁依然可以从质和量上推进旅游行业以及整个消费行业的健康成长。

图表 23: 国内旅游游客年龄分布



资料来源: talking data, 东方财富证券研究所

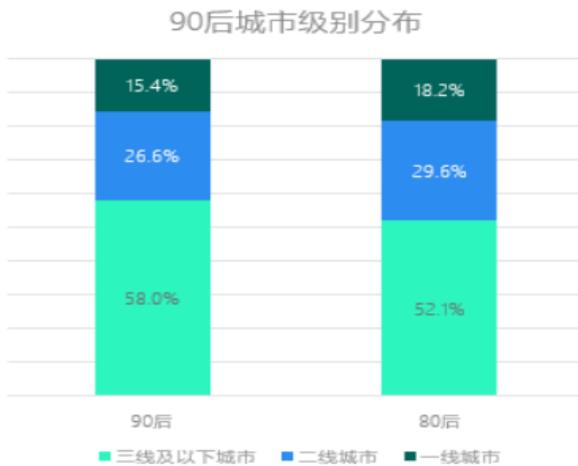
图表 24: 消费偏好变迁



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

城镇化率提升+低线城市人口回流, 推动休闲服务消费渠道下沉。一线城市生活成本高已经导致低线城市人口回流, 根据 talking data 数据显示, 目前近 60% 的 90 后生活在三线及以下城市, 90 后作为今后娱乐消费的主力军将有效的推动休闲服务消费的渠道下沉。

图表 25: 90 后、80 后城市级别分布



资料来源: talking data, 东方财富证券研究所

图表 26: 出境游客年龄结构分布

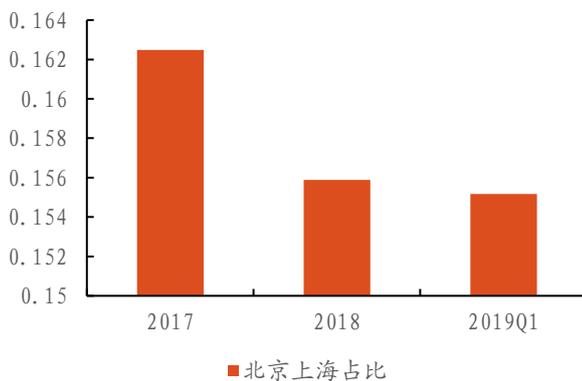


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

目前三线以下城市成为国内旅游的主要增量市场。于 2017 年相比,从绝对量上,一二线城市依然是主力客源地,但 2018 年我国一二线城市国内旅游用户数量出现负增长,三线及以下城市旅游用户数量增长。出境游方面,一线城市出境游游客数量同样饱和,出现负增长,二三线城市成为出境游市场的主要增量。

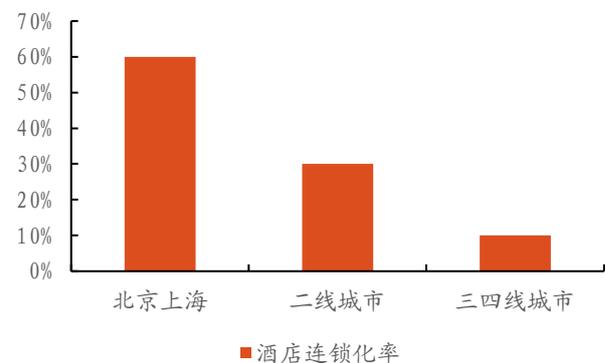
从酒店布局上看,随着一二线城市的待开发中高端酒店物业逐渐减少,且北京上海等一线城市酒店的连锁化率已经处于较高水平,而低线城市的连锁化率还有很大的提升空间,各大酒店集团将中高端酒店的布局更多的放在低线城市,以首旅酒店为例,我们可以看到北京上海的酒店数量占公司总酒店数量的比重明显下降,布局下沉至低线城市将成为未来的发展趋势。酒店集团布局的下沉将从“住”的角度提升出行质量和产品供给,为旅游消费下沉提供保障。

图表 27: 首旅酒店北京上海酒店占比



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 28: 各级别城市酒店连锁化率



资料来源: 盈蝶咨询, 东方财富证券研究所

综上所述,我们认为休闲服务行业的长期发展来源于三个方面:人均可支配收入提升、消费偏好的变迁和消费渠道的下沉。三个变量都还有很大的挖掘潜力,我们相信休闲服务行业还有很大的上升空间。在以上的三个长期大逻辑下,根据子行业的不同,每个子行业都具有各自的催化因素,在短、中、长期

内提升业绩表现，具体如下表：

图表 29：各子行业催化因素

子行业	推动因素
免税	消费回流、政策放宽、市内店落地、规模效应
酒店	结构升级、加盟扩张、规模效应
人工景区	游客偏好向休闲游倾斜、新项目落地、原项目改扩建
出境游	渗透率提升、龙头集中度提升、零售占比提升、客单价提升、目的地景气度回升
自然景区	交通改善、景区内容丰富、团散比改善
人力资源	渗透率提升、龙头集中度提升、就业意识转变

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

投资建议：关注确定性+估值修复。个子行业长期来看均有持续增长的空间，我们优先选择存在短期催化因素的子行业的龙头公司，我们重点推荐 1) 行业空间大、赛道良好、业绩确定性较高的龙头公司：科锐国际、中国国旅；2) 前期超跌，存在估值修复和业绩边际改善的公司：休闲游龙头公司宋城演艺、酒店板块龙头首旅酒店、锦江股份等。重点关注公司盈利预测如下表：

图表 30：A 股休闲服务行业重点关注公司（股价截至 6 月 4 日）

代码	简称	总市值（亿元）	股价（元/股）	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601888.SH	中国国旅	1478	75.7	2.26	2.43	2.9	35.37	32.91	27.61	买入
300662.SZ	科锐国际	59.31	32.95	0.89	1.17	1.32	40.76	30.8	27.33	买入
300144.SZ	宋城演艺	297.6393382	20.49	1.08	1.11	1.27	20.71	20.21	17.6	增持
600754.SH	锦江股份	229.7131583	23.98	1.37	1.61	1.86	20.24	17.2	14.9	增持
600258.SH	首旅酒店	160.0487279	16.35	21.1	18.16	16.74	2.36	2.1	1.88	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

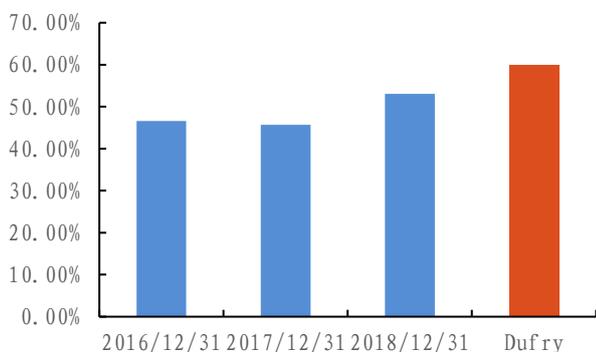
2.1. 免税：国旅一家独大，多因素保障高成长性

我们认为，长期来看公司的成长性来源于：强垄断性+规模效应+我国消费回流的巨大潜力+免税渠道的渗透率提升。

内生外延齐发展，垄断地位不断加强。我国免税牌照具有稀缺性。中国国旅在传统机场免税+三亚市内免税店基础上，17-18 年中免集团先后收购日上中国和日上上海 51% 股权，将首都机场、上海浦东和上海虹桥机场免税店收入囊中，同时中标香港机场烟酒段运营权、获得广州/成都/昆明等机场免税运营权，并通过了在澳门设立市内免税店的提案，此外公司有望开启整合海免事项。2017 年，中免+日上合计市占率约 80%，海免市占率 6.6%，今年公司实现控股海免，其国内市占率有望超过 86%，护城河将更加牢固。

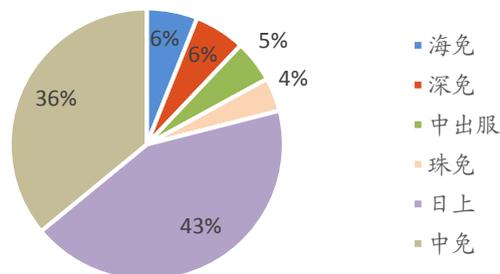
公司不断壮大的过程中，可以更好的发挥规模效应。公司作为我国第一大免税龙头，采购议价能力有望不断提升，议价能力的提升有望提高毛利率，应对汇率贬值等负面影响。对标免税巨头 Dufry，公司的毛利率约有 10pct 的空间。

图表 31: 中国国旅免税业务毛利率 (单位: %) 对标 Dufry



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

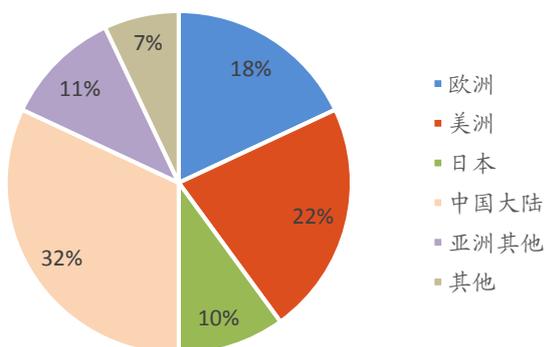
图表 32: 我国免税市场竞争格局



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

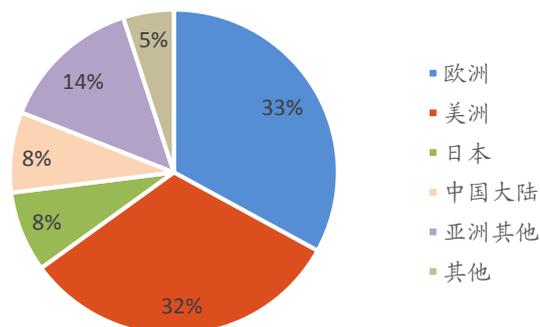
我国居民奢侈品购买力强劲, 占全球总量 30%以上。根据麦肯锡的奢侈品行业报告, 2018 年中国人在境内外的奢侈品消费额达到 7700 亿元人民币 (约合 1150 亿美元), 约占全球奢侈品消费的三分之一。如果以家庭为单位来计算, 每户消费奢侈品的家庭平均支出万元人民币购买奢侈品。到 2025 年, 我们预计中国人在境内外的奢侈品消费总额将增长近一倍, 达到 1.2 万亿元人民币, 届时中国将贡献全球 40%的奢侈品消费额。中上收入家庭快速增加是我国奢侈品消费保持强劲的重要原因之一, 但这一群体约有 70%选择在境外购买奢侈品, 由此导致巨大的消费外流。我国对此高度重视, 采取了一系列政策引导消费回流和外汇流入。

图表 33: 2017 年奢侈品消费者国籍分布



资料来源: 贝恩咨询, 东方财富证券研究所

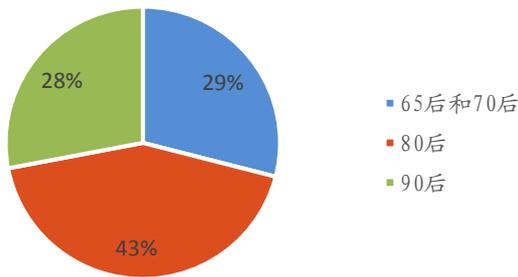
图表 34: 2017 年全球奢侈品消费地分布



资料来源: 贝恩咨询, 东方财富证券研究所

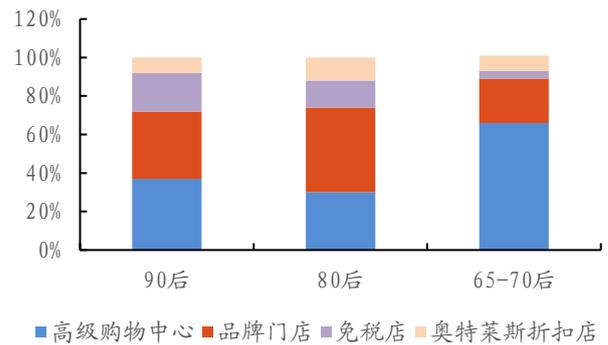
我国免税店渠道在我国奢侈品消费人群中的比重仅 12%左右, 还有很大的提升空间。根据麦肯锡奢侈品行业报告, 90 后更喜欢选择免税店进行奢侈品消费。随着 90 后从初入职场逐渐有所晋升, 购买力逐渐提高, 免税店的市场份额会进一步加大。

图表 35：2018 我国奢侈品消费者年龄分布



资料来源：贝恩咨询，东方财富证券研究所

图表 36：2018 奢侈品购物渠道分布



资料来源：贝恩咨询，东方财富证券研究所

我们认为短期内的股价驱动将更多的来源于免税利好政策以及新店拓展。

机场免税店租金分成过高一直制约着免税业务的盈利能力，市内店的落地有望解决这一问题。海口、博鳌市内免税店已经确定设立，北京免税店已于近日开业，上海市内免税店也预计于今年开业，但目前仅限对外国游客开放。若后续有市内免税店对国人开放的政策出台，将释放可观的业绩增量，也是短期内最重要的股价催化剂。

除此之外，公司的海外扩张也在稳步推进，澳门机场免税已经于 5 月 24 日签约，未来也会计划在中国人较多的东南亚国家设立免税店。

综上，我们认为长期来看，公司赛道良好，具有明显的核心竞争力，短期看，预计国家在一系列的鼓励政策并取得成果后，在对消费回流的高度重视下会积极推出新的政策去鼓励免税消费，公司在中长期都具有比较强的成长性和确定性。

2.2. 人力资源：科锐国际标的稀缺，行业步入快车道

我们认为，中长期来看，人力资源板块的成长性来自灵活用工业务的渗透率提高和龙头公司集中度的提升。

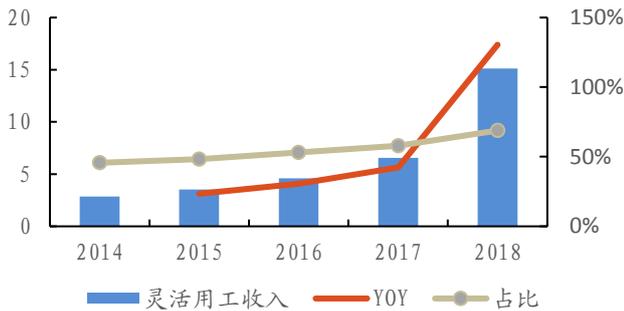
目前科锐国际的主要发展引擎为灵活用工业务，根据 2018 年报，公司灵活用工业务收入占比为 68%，占比提升 10pct。参照欧美、日本等成熟市场，在灵活用工发展初期，渗透率提升带来的对长期用工的替代效应使得行业具有一定的抗周期性，经济低迷时候企业处于谨慎性考虑愿意增加灵活用工的雇佣量。当行业进入成熟期，则表现出顺周期性，滞后经济周期约 3-6 个月。

我国的灵活用工市场尚处于初期阶段，渗透率与发达国家相比仍然有很大的差距，同时灵活用工市场较为分散，CR5 不足 5%，因此我们认为，目前渗透率和集中度提升是公司成长的主要逻辑，宏观经济对公司业务影响的程度并不深。根据灼识咨询的数据，人力资源解决方案市场中，中高端人才访寻（猎头）业务与灵活用工规模较大，RPO（招聘流程外包）行业规模相对较小，增速来看，灵活用工 2013-2017 复合增速最快，近 30%，人才访寻与 RPO 复合增速为 20%左右，公司作为行业优质的龙头公司，具有一定的壁垒，有望取得超过行业的增速。

公司在灵活用工上的扩张是通过设立和收购子公司来进行的，旗下每个子

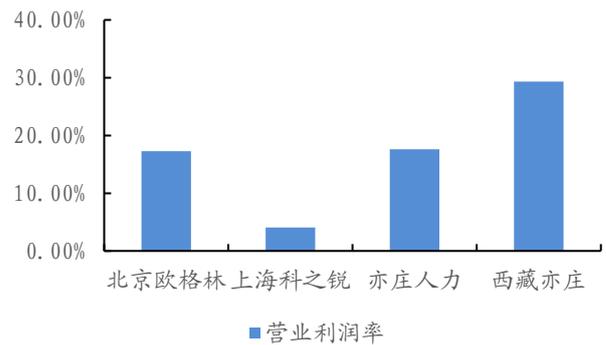
公司都有侧重的行业领域和岗位。目前主要的灵活用工子公司有：北京欧格林、上海科之锐、亦庄人力、西藏亦庄。2018H 这四家子公司贡献收入为公司灵活用工总收入的 72.7%。各家子公司营业利润率差异较大，上海科之锐主要针对 IT 研发工程师岗位和办公室行政岗位，或因为承接核心客户大额订单而牺牲掉部分定价权，短期内利润率承压。但长期来看，争取核心大客户有利于公司在行业内梳理口碑，提升公司的核心竞争力。

图表 37: 灵活用工业务收入 (单位: 亿元) 以及占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 38: 重要的灵活用工子公司的营业利润率

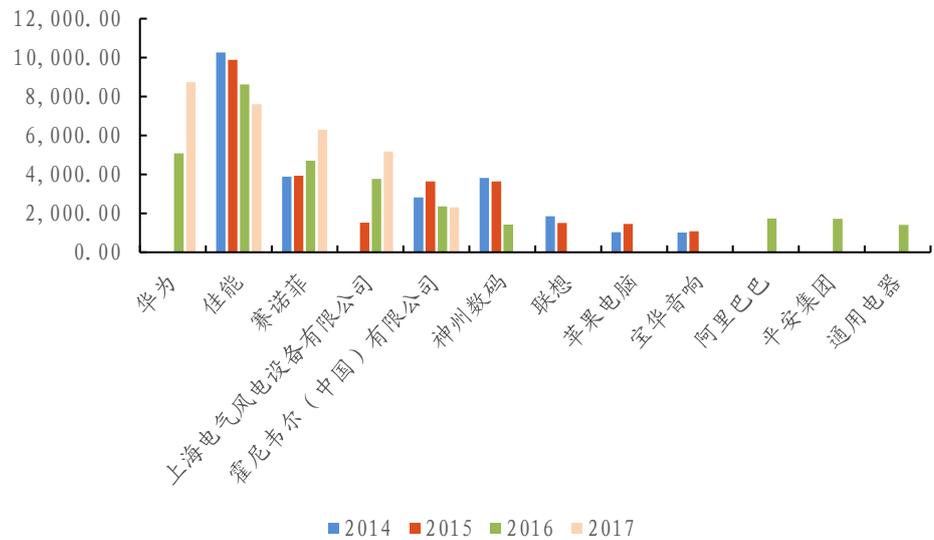


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

短期内股价主要受业绩驱动，取得大客户订单或外延并购将提升市场对于公司业绩的预期。

通过比较 2014-2017 年大客户贡献的收入规模，我们可以发现：公司的大客户中外资客户收入规模逐渐减少，民营龙头企业和优质国企贡献收入逐年增加。具体来看，从 2016 年开始华为、阿里巴巴、中国平安等民营龙头取得巨大突破，华为更是一跃成为 2017 年的第一大客户。而外资企业如霍尼韦尔和佳能的业务量则出现萎缩，大客户结构逐渐向中国本土龙头企业倾斜，客户结构趋于优化。2018 年虽未公布核心客户名单，但前五名大客户总采购额同比提升 50%，大客户挖掘仍在继续。

图表 39: 公司核心客户贡献营收规模 (单位: 万元) (2014-2016 年披露前十大客户, 2017 年披露前五大客户)



资料来源: 招股说明书、公司公告、东方财富证券研究所

今年, 公司进一步拓展大客户, 华为、佳能等核心客户将继续为公司收入贡献增量, 同时, 公司灵活用工业务在金融和广告营销领域也取得新的突破。公司计划 2019 年外派人员提升至 20000 人, 与万宝盛华在大中华区的人数接近, 目前公司 KPI 完成情况较好, 达成目标概率较大。

综上, 参照欧美人力资源行业巨头, 由于人力资源行业壁垒较低, 集中度低, 龙头公司在发展壮大的过程中都进行了数次收购并购行为。我们认为人力资源服务作为政策扶持行业, 赛道良好, 行业集中度低, 整合空间巨大, 公司作为 A 股的唯一标的, 相比同业也更有资本实力去进行一些潜在的收购活动。且公司坚持技术赋能, 以更低的成本接触长尾客户, 优化工作流程提高顾问工作效率, 提升顾问单产, 推动内生增长。我们认为公司具有高成长性和高确定性, 建议兼顾大股东减持计划, 适时介入。

图表 40: 人服企业巨头任仕达重要收购标的一览

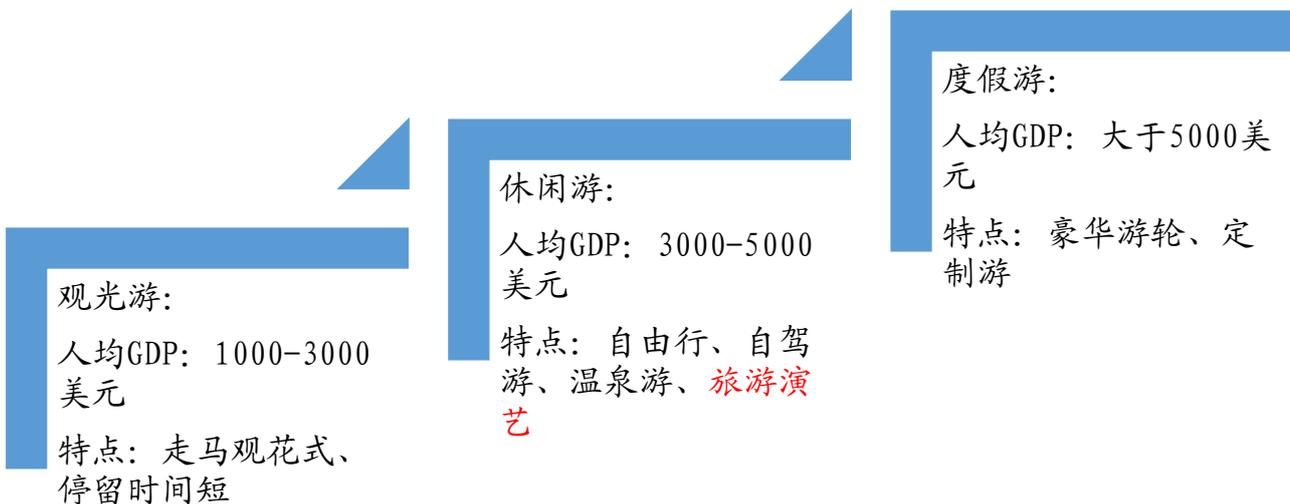
时间	收购标的	收购目的	收购对价 (百万美元)	收购比例	标的主要业务	标的所在地
2008/5/16	Vedior	区域扩张	5907.64	100%	一般人员和专业人士的灵活用工服务	荷兰
2010/10/20	Fujistaff	区域扩张	235.14	100%	人员招聘、职业介绍和外包服务	日本
2011/9/2	SFN Group	区域扩张	715.93	100%	一般人员和专业人士的灵活用工服务	美国
2015/9/24	RiseSmart	业务扩展	100	100%	职业转型服务	美国
2016/2/4	Proffice	区域扩张	203.18	100%	一般人员和专业人士的招聘服务	瑞典
2016/11/1	Monster Worldwide	业务扩展	355.1	100%	线上招聘	美国

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.3. 人工景区：宋城演艺盈利能力突出，估值中枢有望上移

长期来看，人工景区将整体受益于休闲度假游的兴盛。旅游需求正在发生转变，休闲度假游正在兴起。历史表明，当人均 GDP 达到 5000 美元左右时，旅游需求将从观光游转为休闲度假游。2011 年，我国人均 GDP 达到 5000 美元，国内发达地区休闲度假游需求旺盛。但是我国地域发展水平不均衡和城乡差异化导致我国旅游发展较人均 GDP 水平相对滞后，大部分地区还处于由观光游向休闲游转型的过程中。

图表 41：我国不同时期旅游发展



资料来源：东方财富证券研究所

宋城为主题公园模式，休闲主题景区更契合国人旅游需求，同时景区收入结构多元化，附加值高，毛利率水平高，长期来看更有发展机会。公司经过长时间的历练，目前产出作品标准化较高，非常易于复制，投资回收期远小于平均水平。且公司作为民营企业，对于门票具有自主定价权，不易受景区门票管制的影响。

短期来看，公司股价的驱动因素为新项目落地。公司目前西安、上海、张家界的项目都在稳步推进中，新项目观众基数为存量项目（三亚、杭州、丽江）的 3 倍，在存量项目成功的运营经验下，新项目收入增量可期。公司目前轻资产项目也在稳步的推进，明月千古情项目已于近日开园。轻资产项目前期一揽子收费高，经营风险小，长期来看有望推升公司盈利水平和抗周期能力。

公司在营销方面与旅行社保持了常年的良好合作，在渠道方面有远超同行的执行能力，公司目前也在大力发展自营渠道，使得散客和团客更加均衡。子公司六间房剥离目前正稳步推进，已经实现出表，商誉减值问题得到缓解，同时拟增 12.5 亿现金流，公司现金流更加充裕。

公司目前即将迎来第二轮扩张的业绩释放期，估值中枢有望上移。2011-2013 年为公司的第一轮扩张期，2013 年 9 月-2014 年 12 月新园区开始陆续营业，新园区尚处于培育期，公司估值上升先于业绩释放。2016 年-2019 年为公司的第二轮扩张筹备期和建设期，公司多个项目将于 2019 年下半年和 2020 年落地，加之此前遏制估值的商誉减值担忧已经消除，公司在业绩释放前夕有望迎来估值中枢的上移。

2.4. 酒店板块：龙头公司仍然具有成长性，短期关注宏观和经营数据

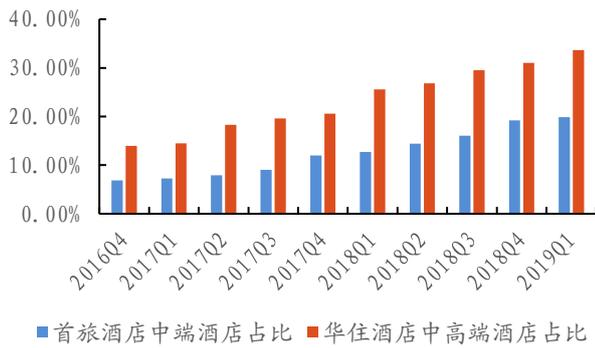
酒店股 2016 年末-2018 上半年和 2019 年 2-4 月分别经历了一轮上涨行情。复盘这两轮上涨行情，2016-2018 上涨主要为经营数据推动，OCC 与 ADR 双向提升拉动龙头公司业绩增长。2018 年下半年经营数据转弱，估值深度回调，首旅酒店一度回调至收购如家前的水平，2019 年 2-4 月的上涨主要源自估值修复以及 PMI 好转带来的经营数据回暖预期。目前，酒店股锦江股份和首旅酒店的估值重新到较低水平，为 20X 左右。

短期看，虽然近来酒店集团运营数据走弱，Revpar 增速承压，但在 PMI 回暖、社融超预期、以及 18 年下半年基数相对低的情况下，2019 年下半年经营数据有望回暖。酒店股有望迎来戴维斯双击。

长期看，轻资产加盟扩张和中高端占比提升依然是龙头公司的成长逻辑。三大龙头的开店计划中，华住计划 2019 年开店 800-900 家，有所提速；首旅酒店开店指引 800 家，提速最为明显；锦江股份计划开店 900 家，与去年持平，但在质量上严格把控。新开店中，加盟和中高端酒店依然是占大多数，中高端占比均要求 50%以上，加盟店占比 95%以上。布局多着眼于二三线城市，低线城市连锁化率还有很大的提升空间，随着加盟龙头的盈利改善逐步被印证，公司的加盟扩张还有很大的潜力去挖掘。

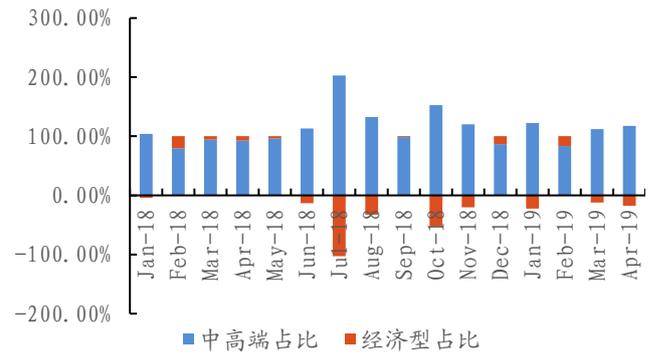
A 股龙头公司各有千秋。首旅酒店直营店占比最高，在经济上升周期最易释放业绩弹性；锦江股份体量最大，旗下多品牌运营，易发挥规模效应，近来公司开展统一采购平台，为公司提质提效增添动力。近期国企改革在 19 年进程有望进一步催化两家公司的管理效率提升。

图表 42: 首旅和华住中高端酒店占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 锦江股份月度净开店结构



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 风险提示

行业重大政策变化;
宏观经济持续低迷;
地缘政治风险;
自然灾害。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。