

寻找波动中的定海神针，业绩为王

——社会服务行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆2019 年以来行情与业绩回顾：市场风格切换导致整体跑输大盘

2019 年初以来（截至 2019 年 6 月 6 日），沪深 300 指数上涨 18.40%，而休闲服务指数上涨 9.79%，主要因为市场风格切换，休闲服务板块整体跑输沪深 300。

◆2019 年行业基本面判断：经济周期影响下，细分板块短期承压

免税行业：行业受经济波动影响小，继续保持高速增长，因其主要品类进口化妆品与奢侈品仍保持着高速增长态势，中免市内免税店青岛厦门两地已开业，未来值得期待。

酒店行业：加盟比例持续增长，其中新开店贡献比例不断提升，未来开店速度仍不减；Revpar 整体增速虽有所下滑，但预计下半年在低基数的效应下增速将有所回升。

景区：降价导致传统景区承压，休闲化人工景区因周边游需求大、可复制性强，保持增长。

出境游：中短期仍受到包括安全事件、宏观经济、汇率等多重因素影响，长期增长趋势不变。

餐饮：仍将保持分散态势，关注高速扩张的行业龙头。

其他板块：经济下行周期中，建议关注高成长的社服子板块人力资源（灵活用工）。

◆投资主线：

预计 19 年下半年行业整体平淡，但部分子板块如免税、人工景区有望震荡上行，成长性强的人力资源子板块也有望走出独立行情。预计下半年低基数效应下酒店、出境游子板块存在波段行情。

两大投资主线：1) 有业绩支撑的白马股：中国国旅、宋城演艺。2) 高速成长的细分行业龙头：科锐国际、海底捞。

◆风险分析：

1) 宏观经济景气度影响可选消费下滑。2) 自然天气等不可控因素影响游客量低于预期。3) 原材料涨价、食品安全等影响餐饮行业盈利。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601888.SH	中国国旅	75.5	1.59	2.35	2.51	47	31	29	增持
300144.SZ	宋城演艺	21.11	0.89	1.05	1.07	23	20	19	买入
300662.SZ	科锐国际	36.35	0.65	0.82	1.09	51	41	31	增持
6862.HK	海底捞	27.80	0.33	0.56	0.80	72	42	29	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日，港股公司股价为港币。

增持（维持）

分析师

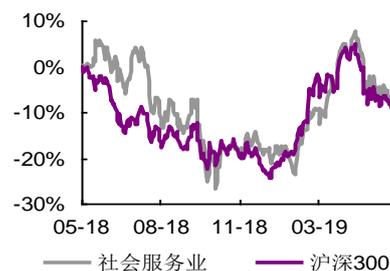
谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsecn.com

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)
021-52523689
chenyt@ebsecn.com

联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1.1、 行情与业绩回顾：	3
1.2、 板块股价行情：双重因素整体跑输大盘	3
1.3、 板块 PE：明显低于历史均值	3
1.4、 基本面：上市公司业绩符合预期	4
2、 细分板块：免税板块仍将表现突出	5
2.1、 免税：行业受经济波动影响小，年轻一代更加青睐免税渠道	5
2.2、 酒店：加盟扩大，行业周期进入下半场	7
2.3、 景区：降价导致传统景区承压，人工景区仍保持增长	9
2.4、 出境游：事件影响短期，经济汇率影响中期	10
2.5、 餐饮行业：挑选符合“工业化标准”的细分品类	11
2.6、 快餐：高速发展的细分领域	13
2.7、 其他：关注高成长性的社服子板块	14
3、 投资标的	16
3.1、 中国国旅（601888.SH）	16
3.2、 宋城演艺（300144.SZ）	16
3.3、 科锐国际（300662.SZ）	17
3.4、 海底捞（6862.HK）	17
4、 风险提示	18

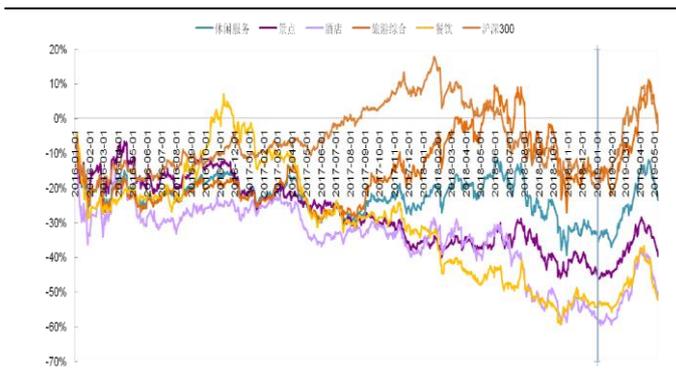
1.1、行情与业绩回顾：

1.2、板块行情：市场风格切换导致整体跑输大盘

2019年初以来(截至2019年6月6日)，沪深300指数上涨18.40%，而申万休闲服务指数上涨9.79%，主要因为市场风格切换。休闲服务板块整体跑输大盘。

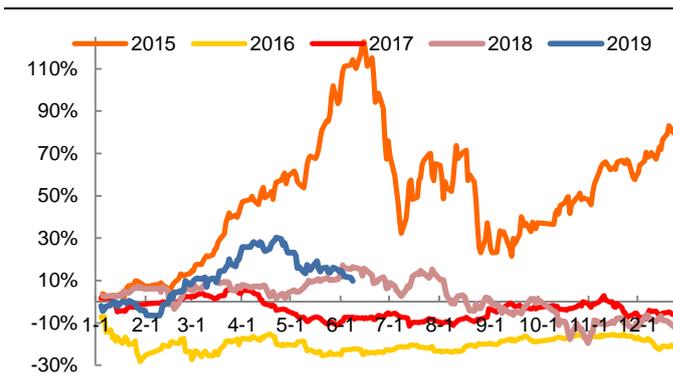
个股方面，西安旅游、科锐国际、中国国旅涨幅靠前。

图 1：2016-2019 年至今板块股价表现



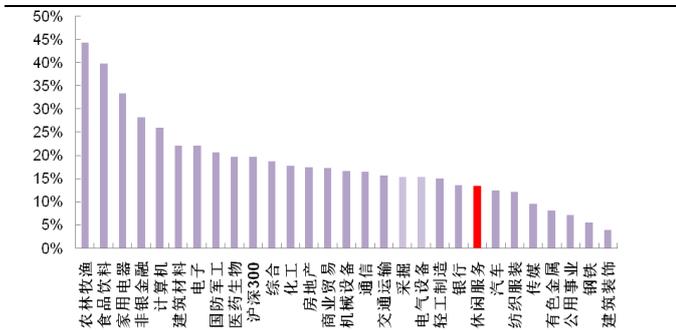
资料来源：Wind，光大证券研究所整理（竖线为 19-1-2）

图 2：2015-2019 年休闲服务指数走势图



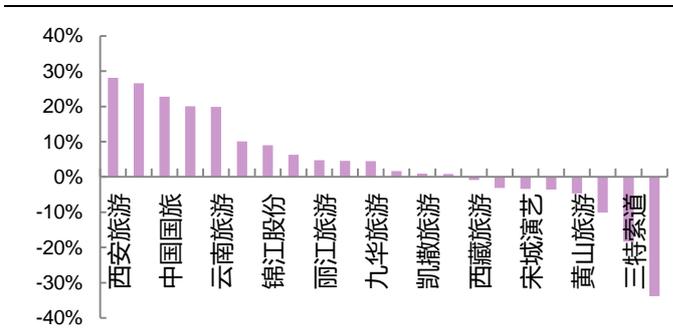
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：各行业 2019 年以来涨幅（按市值加权平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截至 2019 年 6 月 6 日）

图 4：2019 年以来社服个股涨幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截至 2019 年 6 月 6 日）

1.3、板块 PE：明显低于历史均值

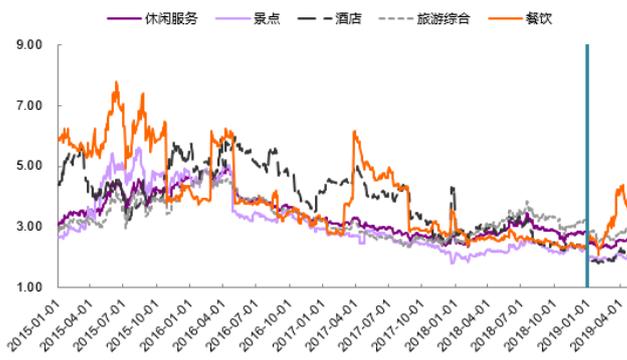
横向比较，休闲服务静态市盈率在各板块中居中高水平。但纵向比较，休闲服务静态市盈率目前(2019.6.6)为 34x 左右，重点公司(申万休闲服务板块中剔除 ST 以及主营业务中休闲服务行业占比不高的公司)整体 PE30x 左右，明显低于历史均值(均值为 42x、42x)。

图 5：休闲服务板块 PE 变化历史回顾



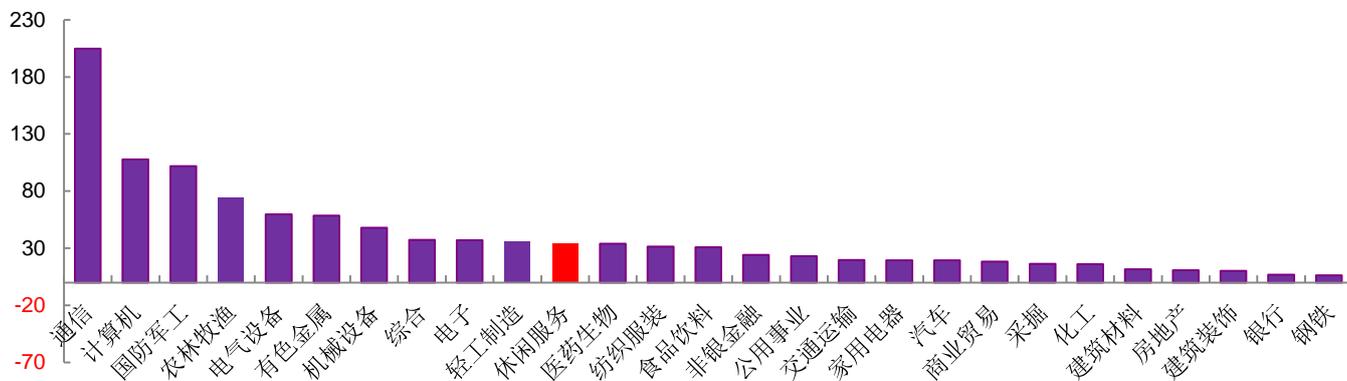
资料来源：Wind，光大证券研究所整理（竖线为 19-1-2）

图 6：休闲服务板块相对沪深 300PE



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（竖线为 19-1-2）

图 7：各板块静态市盈率 (PE)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间为 19 年 6 月 6 日

表 1：休闲服务板块与重点公司估值比较

市盈率 2006.1.4-2019.6.6				相对市盈率 2006.1.4-2019.6.6			
估值分类	均值	波动区间	2019.6.6	估值分类	均值	波动区间	2019.6.6
休闲服务	42.24	[21,85]	34.24	休闲服务	2.88	[1.07,4.85]	2.87
重点公司	41.96	[21,90]	29.52	重点公司	2.87	[1.13,4.60]	2.47

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.4、基本面：上市公司业绩符合预期

19Q1 休闲服务板块与重点公司收入增速均在 20%左右，但净利润增速提升明显，主要受权重股中国国旅（其营收占整个板块的 1/4）的盈利能力提升影响。

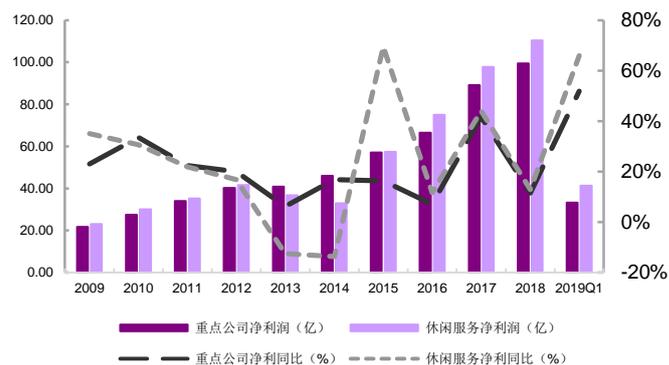
分板块看，免税与人力资源子板块营收、净利均保持高增长；酒店与出境游子板块营收基本同比去年 Q1 持平，净利润下滑明显（锦江股份除外），景区及其他子板块营收与净利保持个位数增长。

图 8：板块与重点公司 2009-2019Q1 收入与增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：板块与重点公司 2009-2019Q1 净利润与增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

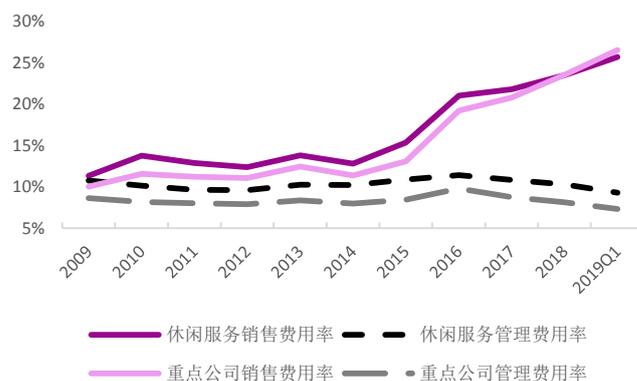
19Q1 重点公司毛利率保持稳定，销售费用率大幅提升，管理费用率略有下降。

图 10：板块与重点公司 2009-2019Q1 毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 11：板块与重点公司 2009-2019Q1 期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

由于休闲服务行业内子板块众多，各自的商业模式和内生发展逻辑不尽相同，因此回顾板块整体行情与业绩之后，下文分几大子行业分别展开，阐述各细分领域近期发生的变化和趋势，以期对下半年的基本面判断有所帮助。

2、细分板块：免税板块仍将表现突出

2.1、免税：行业受经济波动影响小，年轻一代更加青睐免税渠道

免税行业中主要销售品类奢侈品与进口化妆品受宏观经济波动影响较小，整体销售仍保持快速增长态势。

根据麦肯锡《2019 中国奢侈品报告》数据看，中国 18 年奢侈品市场销售规模为 7700 亿元，占全球奢侈品消费的 32%，根据麦肯锡预计，中国奢侈品销售规模到 2025 年将达 1.2 万亿，比 18 年增长 50% 以上。

今年以来进口化妆品销售也保持着强劲态势，1至4月化妆品进口金额一直保持在50%以上的高增速。

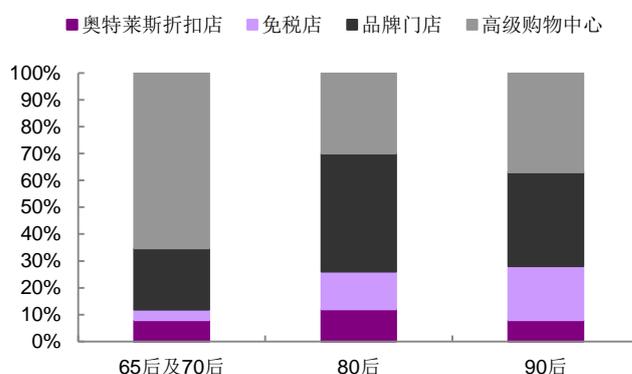
目前奢侈品消费以80后、90后年轻一代为主，而且其购买渠道对免税渠道偏爱程度高于高龄人群。

图 12: 进口化妆品月度情况



资料来源: 海关总署, 光大证券研究所整理

图 13: 年轻一代奢侈品消费渠道选择



资料来源: 麦肯锡《2019 中国奢侈品报告》, 光大证券研究所整理

2.1.1、规模做大，免税毛利率显著提升

中免从17年开始，业务不断扩张。目前中免已占据中国免税市场80%以上份额，其主要业务为各大机场与海南离岛免税业务。

规模效应下，毛利率继续提升，中免2018年免税毛利率达52.49%，相比2017年增长8个百分点，但与国外巨头Dufry70%以上的毛利率相比，未来仍有较大的提升空间。

图 14: 中免免税业务毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

2.1.2、扩张仍有重磅，市内免税店值得期待

目前国内开放的针对国人的市内免税店，仅有中出服在北京、上海等地开业的十几家免税店，以及中侨公司在哈尔滨开业的免税商场，但因其本身供应链问题，总体规模较小。中免虽有北京、上海、大连、青岛、厦门五处市内免税经营牌照，但尚未有针对国人的市内免税门店开业。今年“五一”

假期，青岛，厦门市内免税店开启，五月底北京市内免税店开业，一期面积不大，针对客群也只是外国人，上海市内店也即将开业，未来中免也将积极争取市内店对国人的政策放开。

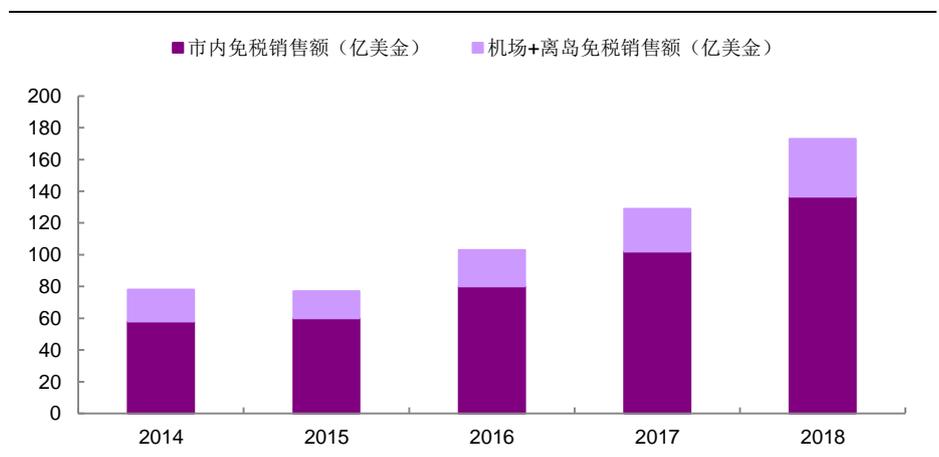
表 2：目前已开市内免税店情况

	离岛免税	归国人员市内免税店	针对外国人市内免税店
适用对象	乘飞机或火车离开海南本岛但不离境的国内外旅客	本国入境公民自入境日期180天内	即将离境的、持境外护照的外国人、外籍华人、华侨以及持有回乡证的台湾同胞
免税额度	30000元/年（外国人无额度限制）	5000元/年	5000元/年
地点	中免：三亚市内免税店	中出服：全国共设立了十余家免税店 中侨公司：哈尔滨免税店	中免：北京、上海、青岛、大连、厦门五处拥有牌照 其中青岛、厦门、大连、北京免税店开业

资料来源：wind，中免、中出服、中侨公司官网，光大证券研究所整理

市内免税店相较于机场免税店有以下几点优势：1、无扣点，成本大幅降低，目前机场免税店三、四成的扣点率是其主要成本之一；2、面积增大，受机场面积的限制，机场免税店经营面积有限，相比而言市内免税店可开设面积更大；3、通行便利，顾客逗留时间延长：市内免税店一定程度上可以类比一般商场，根据第一太平戴维斯的调查，在购物中心平均逗留时间为2.5-3小时，远超平均机场逗留时长。对比邻国，韩国于1979年开设第一家市内免税店，目前市内免税规模占整体免税销售额的70%以上，未来国内针对国人市内免税具体政策虽未明朗，但市内免税店的未来市场空间非常广阔。

图 15：韩国免税销售情况



资料来源：KDFA，光大证券研究所整理

2.2、酒店：加盟扩大，行业周期进入下半场

2.2.1、加盟业务增多，新开店贡献提升

2016年以来，三大酒店集团锦江、华住和首旅加盟比重不断增大，目前加盟门店占比均超75%，加盟业务毛利率较高，公司盈利能力增强。其中新开店贡献占比不断增多，如目前锦江首次加盟费占整体加盟费比例从16

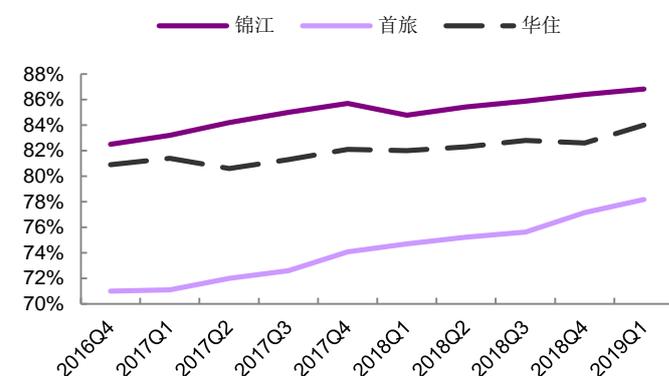
年的 14.38% 提升至 19Q1 的 24.11%。新开店增多将保证公司未来盈利的可持续性。

图 16: 锦江股份加盟费情况



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 17: 三大酒店集团加盟店数量占比



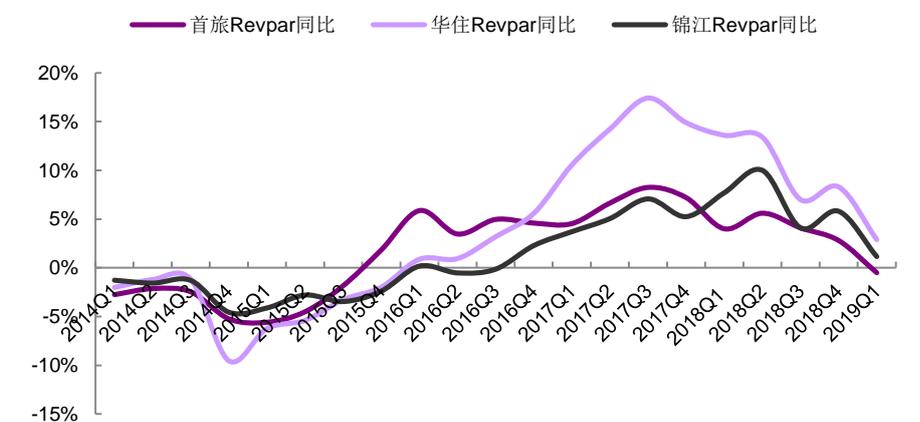
资料来源: wind, 光大证券研究所整理

2.2.2、Revpar 增速放缓，关注国企改革预期

三大酒店集团商旅出行是重要的客源来源之一。受到宏观经济影响，今年商务活动出行有所下降。从 16 年 Q4 开始，入住率与平均房价双升带动整体 Revpar 增长，17Q4-18Q1 Revpar 增长率处于高点，高基数下，18Q4-19Q1 增速不断下滑。

低基数效应下，预计今年 Q4 后三大酒店集团 Revpar 增速将有所回升。

图 18: 三大酒店集团 Revpar 增速



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

3 月份，国家发改委表示将推出第四批 100 家以上的混改试点，数量相比前三批共 50 家大幅提升，国企改革力度将明显加大。目前酒店行业以国企为主，从历史来看，酒店板块也是国企改革推进较好的板块，未来国企改革存在较大空间。

表 3: 行业国企改革已实施方案

	实际控制人	国企改革已实施方案
首旅酒店	北京市国资委	2018 年向公司高管和核心人员实施股权激励计划

金陵饭店	江苏省国资委	江苏省已将 13 家省属酒店和 2 家省属旅游资产或国有股权注入集团，未来存在注入预期。下属企业江苏天泉湖实业股份有限公司也在 18 年底引入北京盈谷信晔投资有限公司作为战略投资者
锦江股份	上海市国资委	联营企业 Wehotel2017 年 6 月成为上海市地方国有控股混合所有制企业首批员工持股试点单位。

资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.3、景区：降价导致传统景区承压，人工景区仍保持增长

2.3.1、自然景区：降价持续，力度或将加大，业绩继续承压

在去年 9 月份降低重点国有景区门票价格的指导意见基础上，自然景区纷纷降价，今年 3 月份发改委发出通知将推进更大范围、更大力度降价，且不得提高其他游览服务价格，搞“明降暗升”。通知出台之后进一步压制自然景区估值。传统自然景区承压，受门票降价影响客流增长明显，但综合来看盈利能力仍有下降。单纯门票提价助力成长逻辑被压制，传统景区需要探寻新的成长逻辑来摆脱门票依赖。

表 4：传统景区公司一季度表现

上市公司	2019Q1 营业收入 (百万元)	同比增长	2019Q1 归母净利润 (百万元)	同比增长	2019Q1 市旅游人次 (万人)	同比增长
黄山旅游	245.1	7.80%	78.0	-69.77%	1384.83	14.7%
峨眉山 A	264.2	-3.38%	18.4	5.42%	1513.75	18.4%
丽江旅游	136.0	-5.56%	46.1	-23.43%	1232.5	21.5%
桂林旅游	112.4	3.43%	-2.2	12.24%	2434.55	15.1%

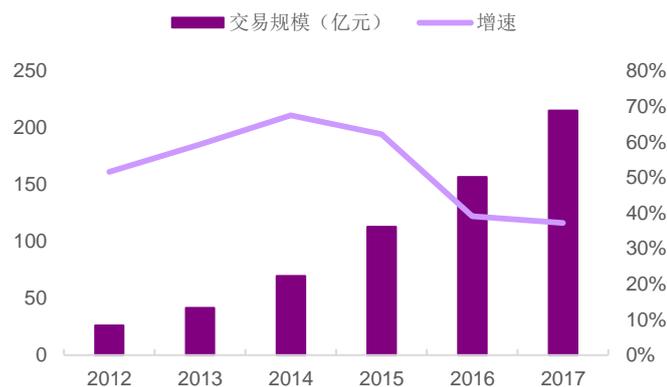
资料来源：wind 光大证券研究所整理

2.3.2、人工景区：周边游需求旺盛，可复制性带来空间

需求：高铁通达性提升+自驾游崛起+假期不断碎片化，推动周边游市场大力发展。高铁“四纵、四横”通车后，各地之间的通行时间大大缩短，相邻省会城市间 1—2 小时、省内城市群 0.5—1 小时的高铁经济圈逐渐形成，促进周边游快速发展。

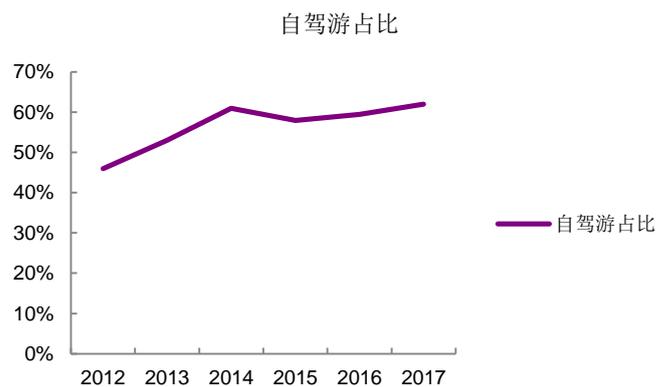
周边游主力人群——自驾游群体不断扩大，自驾游在我国旅游方式占比不断提升，17 年自驾游群体占总出游人群的 62%。

图 19: 12-17 我国在线旅游市场中周边游市场交易规模



资料来源：易观智库，光大证券研究所整理

图 20: 我国自驾游占比不断提升



资料来源：《中国自驾游发展报告》，光大证券研究所整理

人工景区具有可复制性强的特点，在客流相对合适的地方可以不断开设新的景区，因此没有客流天花板的限制，短期来看仍将保持高速增长。像宋城演艺未来三年异地项目不断开业，根据 2018 年各城市客流以及过往新项目开业爬坡期情况，我们预计 2020-2021 年其旅游主业收入增速在 30% 以上。

表 5: 宋城重资产项目未来三年收入预测 (单位: 亿元)

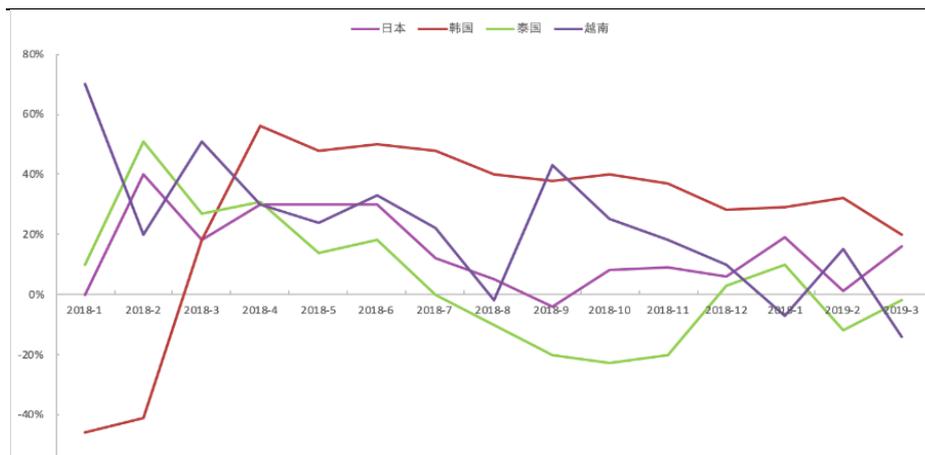
	2018	2019E	2020E	2021E
杭州宋城	8.66	9.53	10.95	12.60
三亚	4.14	5.18	6.73	8.75
丽江	2.63	3.16	4.10	4.92
桂林	0.43	0.9	1.5	1.8
张家界		0.4	1	1.6
上海			1	2.5
西安			1	2
总计	15.86	19.17	26.28	34.17
增速	18.59%	20.87%	37.09%	30.02%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

2.4、出境游：事件影响短期，经济汇率影响中期

亚洲游：短期受个别事件影响，泰国等地出境游仍处于磨底期（eg. 一季度中国赴泰人数-2%），由于泰国是国内几大出境游公司的重要目的地，所以上半年上市公司整体出境游营收方面仍显平淡，下半年在低基数的影响下预计增速有望回升。

图 21：亚洲重点目的地游客增速

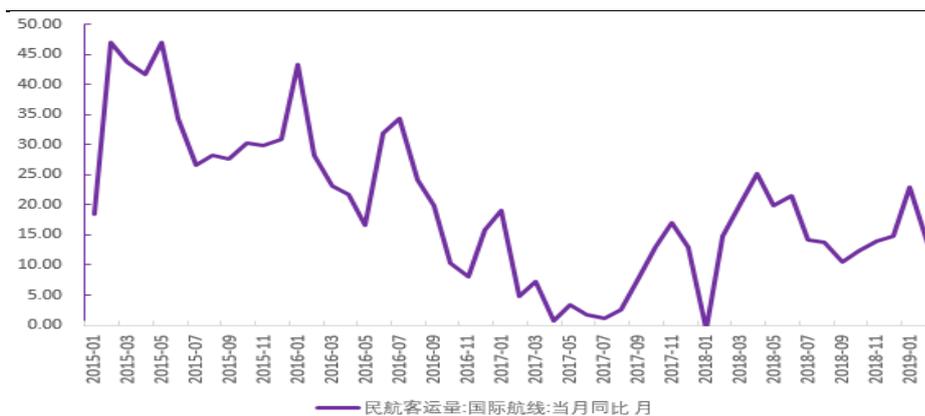


资料来源：各国旅游局，光大证券研究所整理

中期：经济下行，居民可选消费处于降级趋势，一线城市出境游整体出游率在去年上半年的高基数的基础上有所下降。另外由于产品在采购端大部分以人民币结算，汇率波动虽对出境游终端价格影响有限，但对以出境购物为目的的人群影响较大。

预计下半年低基数效应下，整体出境游增长率或将有所回升。

图 22：国际航线旅客运输量 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所整理

长期来看，我们认为，中国护照含金量上升、签证持有渗透率不足 10%、多年累积下国民财富增加、85 后把旅游当做生活的组成部分、国际航线增多等等，这些有利因素支撑出境游的长远健康发展。

2.5、餐饮行业：挑选符合“工业化标准”的细分品类

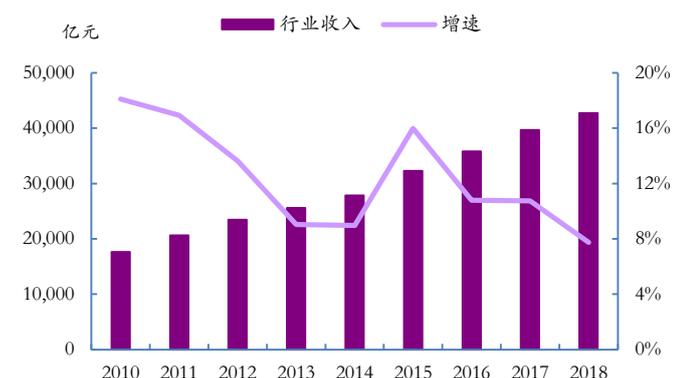
中国餐饮行业历史悠久、空间巨大，根据国家统计局数据，2018 年餐饮市场收入已突破 4 万亿大关。然而中餐行业高度分散且竞争异常激烈，尚未能出现跨国餐饮巨头。

好餐厅对厨师依赖度高，但“工业化”的连锁企业却需要餐厅企业做到标准化、可复制。并非所有餐饮领域都能满足工业化的标准：对厨师依赖度低、模式易复制，并能做到高度标准化。相较而言，火锅、快餐（例如烧烤、冒菜、面馆）细分领域较容易做到这一点。

2.5.1、火锅——高度受欢迎的细分品类

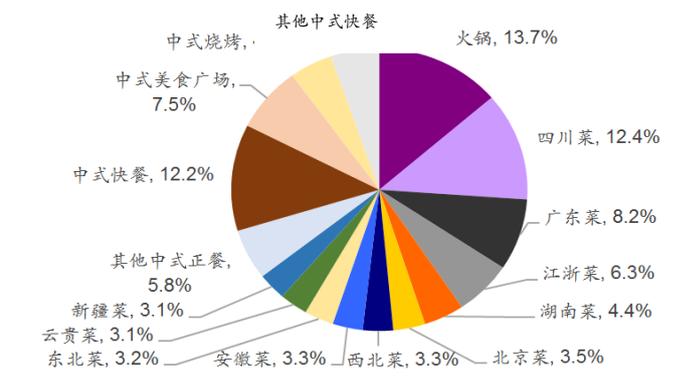
火锅品半自助的烹饪方式对于厨师依赖度极低，顾客完成了“煮”的大部分工作。另一方面，火锅又为顾客保留了一定的个性化空间——提供多种锅底、自选调味料搭配的选择。同时，火锅是最受欢迎的餐饮品类之一，在中式餐饮细分领域中占据了最大的市场份额。“热腾腾”的气氛贴合国人的餐饮社交文化，营造出一个热闹的社交环境。

图 23: 中国餐饮市场收入 2018 年已突破 4 万亿元大关



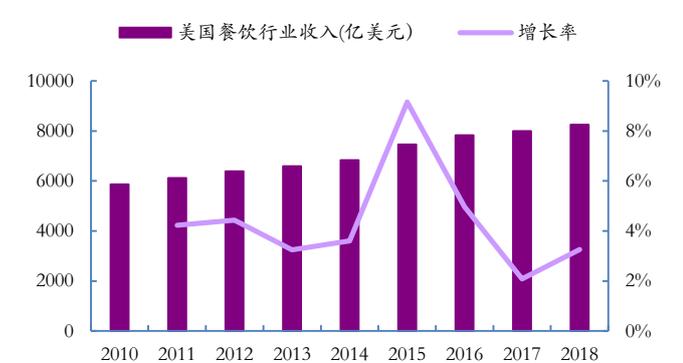
资料来源: WIND, 国家统计局

图 24: 餐饮市场拆分情况 (2017 年)



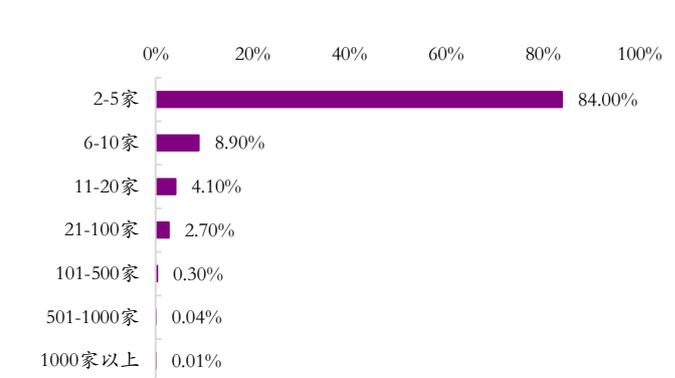
资料来源: 弗诺斯特沙利文, 公司招股说明书

图 25: 美国餐饮市场收入 2017 年和中国市场整体量级相近



资料来源: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis

图 26: 2017 年火锅餐饮品牌数量占比情况, 其中拥有门店超 100 家的品牌占比仅有 0.35%



资料来源: 辰智餐饮大数据

火锅行业的格局和整体餐饮行业相似，当前依然较为分散。龙头公司海底捞 2017 年市场份额为 2.2%，TOP5 公司市占率合计仅为 5.5%。具备工业化可复制性的火锅行业，头部公司在原料采购、冷链运输、租金议价等方面的优势随着规模扩大不断累积，优质企业在未来有较大的市场份额提升空间。

表 6：龙头公司海底捞 2017 年的市场份额仅有 2.2%

公司/单位	2015 年	2016 年	2017 年	16-17	2017	2017 餐厅总 数	2017 年每 间 餐厅年度 收入	2017 年翻台 率	2017 年年度客流 量	2017 年每位顾客平均消 费
	营业收入	营业收入	营业收入	年 增长率	市场 份额		百万人民币%	百万人	人民币	
1 海底捞	5.5	7.2	9.7	34.4%	2.2%	254	38.2	5.0	102.6	94.6
2 公司 C	3.2	3.3	3.9	18.2%	0.9%	~440	~9	~3	~70	~60
3 公司 E	2.4	2.8	3.6	28.6%	0.8%	~760	~5	~4	~74	~50
4 公司 F	3.0	3.0	3.4	13.3%	0.8%	~550	~6	~3	~41	~80
5 公司 G	2.6	2.6	3.3	26.9%	0.8%	~560	~6	~2	~37	~90

资料来源：海底捞招股说明书

中国饭店业协会公布的火锅前七强企业多为川式火锅。排名前两位的海底捞和呷哺呷哺均为港股上市公司，这两家均采用自营模式，其他火锅企业则接受加盟。海底捞、湊湊（呷哺呷哺旗下品牌）定位人均 80-200 元的中端火锅市场，呷哺呷哺则定位低端市场（80 元以下）。

表 7：2018 年火锅餐饮集团前七家公司情况一览

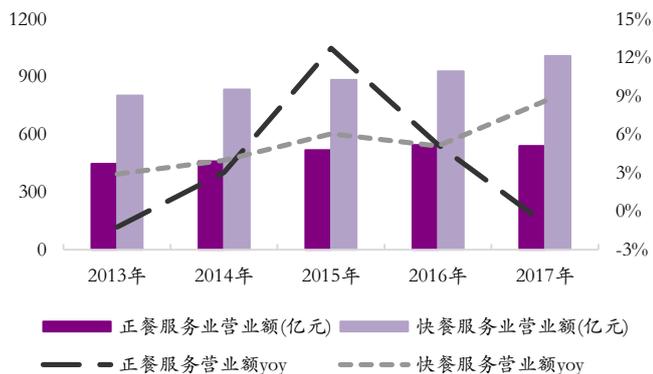
公司	品牌	代码	门店数量	风格	店面积（平米）	是否有海外 布局
四川海底捞餐饮股份有限公司	海底捞	6862.HK	466	四川，分享式	600-1500	是
呷哺呷哺餐饮管理有限公司	呷哺呷哺	0520.HK	886	台湾，单人式	300-600	否
	湊湊		48	台湾，分享式	600-1000	否
成都小龙坎餐饮管理有限公司	小龙坎		800 余家	四川，分享式	300-800	是
北京黄记煌餐饮管理有限责任公司	黄记煌		600 余家	焖锅，分享式	200-400	是
重庆德庄实业（集团）有限公司	德庄		900 余家	四川，分享式	350-1000	是
内蒙古小尾羊餐饮连锁有限公司	小尾羊	839808.OC	188	内蒙古，分享式	300 以上	是
重庆刘一手餐饮管理有限公司	刘一手		500 余家	四川，分享式	350 以上	是

资料来源：中国饭店业协会、公司官网、大众点评

2.6、快餐：高速发展的细分领域

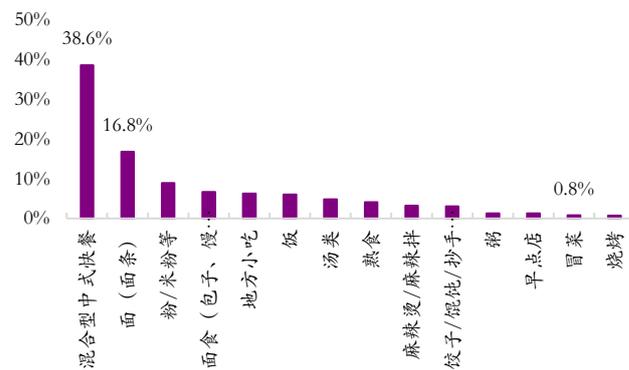
根据中国饭店业协会的统计，相较于正餐，快餐每平米可以创造更多收入：2017 年快餐业态平均每平米营收 2.51 万元，是正餐的 2.5 倍。具体从门店数量看，快餐是最受欢迎的品类，混合型中式快餐占比最高，为 38.6%，其次为面馆占比 16.8%。

图 27: 2013-2017 年限额以上连锁餐饮企业营业收入及变动情况



资料来源: 国家统计局

图 28: 中式快餐细分品类门店数量占比



资料来源: 辰智餐饮大数据

表 8: 2015-2017 年正餐、快餐每平米营收

细分市场	2015 年	2016 年	2017 年
正餐	0.93 万元	1.08 万元	1.02 万元
快餐	1.65 万元	1.71 万元	2.51 万元

资料来源: 中国饭店协会

表 9: 快餐 vs 正餐的特点

	正餐	快餐
单店规模	较大	较小
岗位职责	正餐厅岗位职责大多是专一设置	快餐员工岗位职责范围较广
服务方式	注重提升顾客的服务体验	以顾客自助式的服务方式为主
等候时间	注重菜品的品质, 一般等候时间较长	多为标准化菜品, 等候时间短
菜品更新	菜品更新迭代速度较慢	菜品更新迭代速度较快

资料来源: 光大证券研究所整理

2.7、其他: 关注高成长性的社服子板块

人力资源行业: 5 月份国务院成立就业工作领导小组, 将稳就业放在宏观层面进行调控。而在企业层面, 由于劳动力人工成本不断攀升, 企业不得不对编制、人员成本等因素进行严格把控, 而更多的采取灵活用工的用人方式。对比邻国日本, 过去 30 年, 日本灵活用工占整体员工比例不断提升。

在今年两会期间, 国家明确提出对多元就业形式进行扶持, 政策层面的推动对行业的引导和加速发展作用非常巨大。A 股中唯一人力资源上市公司科锐国际 18 年灵活用工业务营收+130%, 剔除并购 investigo 影响+47%, 灵活用工等业务的高速增长推动今年 Q1 整体营收同比增速在 150%以上。在目前的经济形势之下, 预计下半年公司灵活用工业务也将延续这一高增速态势。

表 10：灵活用工与正式雇员对比

	正式员工	劳务派遣
社保	用人者义务为劳动者购买社保	无法定义务，由派遣公司购买
工作时间	固定	灵活
人员关系归属	用人单位	派遣公司

资料来源：光大证券研究所整理

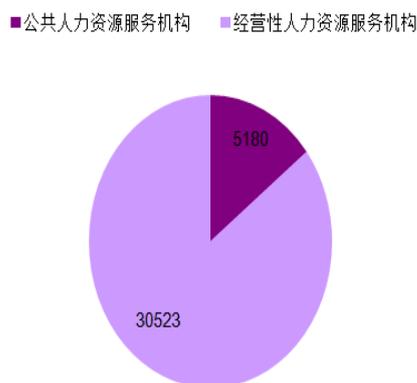
长期看，行业分散，集中度提升过程中龙头受益。根据 5 月份召开的全国人力资源流动管理工作座谈会得知，截至 18 年底全国共有各类人力资源服务机构 3.57 万家，经营性人力资源服务机构 30523 家，行业集中度的提升任重道远，预计未来行业内不仅会发生收购兼并，还会有类似联盟的模式也将出现。如龙头企业科锐国际不断推出 SaaS 产品如睿聘请、薪薪乐等服务长尾市场，正开发的禾蛙网定位于发展为一个加盟平台，将一些订单资源共享给中小猎头公司，目前已有 50 家加盟商参与测试。

表 11：新技术 SaaS 产品

产品类型	名称	产品简介	备注
SaaS 产品	睿聘	针对中小长尾客户的简历管理 SaaS 云软件	轻简、便捷。可以和外包服务组合服务
	薪薪乐	针对中小长尾客户的薪酬服务考勤管理 SaaS 云软件	目前在“全薪全 E”产品下，可定制不同产品+服务模式
	才到	针对大中型客户人力资源的 SaaS 云软件	可按需求分模块定制开发
	禾蛙网	加盟商及合作伙伴的信息共享平台	开发过程中

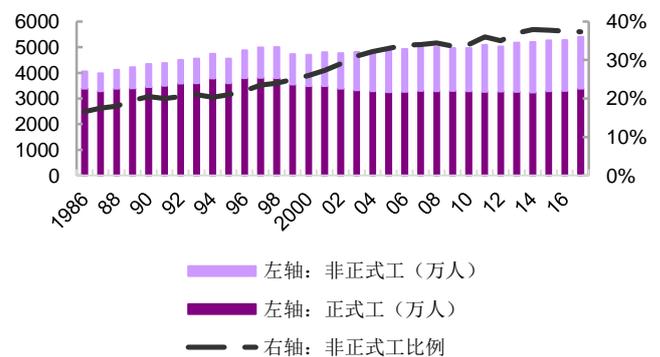
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 29：截至 2018 年底国内人力资源企业分布



资料来源：中国就业，光大证券研究所整理

图 30：1986-2017 年日本正式员工与非正式员工占比



资料来源：日本总务省，光大证券研究所整理

3、投资标的

3.1、中国国旅（601888.SH）

➤ 龙头效应，毛利率继续提升，业绩继续高速增长

投资逻辑不变，并购日上之后整合效果逐渐体现，免税业务整体毛利率未来在规模效应下仍有提升空间，公司业绩继续保持高速增长。18 年营收 470.07 亿元/+66.21%，归母净利润 30.95 亿元/+22.29%，Q1 营收 136.92 亿/+54.72%，归母净利 23.06 亿/+98.80%。

➤ 政策利好未来空间广阔，海免注入巩固免税龙头地位

市内免税店相继开业，期待未来对国人的免税政策放宽。控股股东中国旅游集团计划未来将海免 51% 股权注入上市公司，注入之后不仅将增厚上市公司利润，也将进一步巩固公司的免税龙头地位。

盈利预测：目前公司仍处于高速发展时期，我们看好公司未来发展。我们维持盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 2.35、2.51、2.90 元，对应 19-21 年 PE31、29、26 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行、业绩增长不及预期、政策落地不及预期。

表 12：业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,282	47,007	46,138	53,797	61,464
营业收入增长率	26.32%	66.21%	-1.85%	16.60%	14.25%
净利润（百万元）	2,531	3,095	4,586	4,898	5,658
净利润增长率	39.96%	22.29%	48.20%	6.80%	15.50%
EPS（元）	1.30	1.59	2.35	2.51	2.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.03%	19.06%	23.23%	21.32%	21.01%
P/E	57	47	31	29	26
P/B	10.3	8.9	7.3	6.3	5.4

资料来源：wind 光大证券研究所测算，股价时间 2019 年 6 月 6 日

3.2、宋城演艺（300144.SZ）

➤ 多地项目滚动落地，二轮扩张项目开启。

漓江千古情、宜春明月山千古情去年开业，预计度过培育期后业绩大幅增长，重资产西安项目、张家界项目预计今年年底至明年推出，新项目有望带动明年业绩增长。

➤ 原有项目高基数下仍保持稳健增长

原有项目在高基数上保持稳健增长，19Q1 公司营收 8.25 亿元/+15.85%，归母净利润 3.70 亿元/+14.90%。预计 19 年三亚、丽江、杭州本部的营收仍将保持 10% 以上增长，其中三亚与丽江项目都将保持 20% 以上的增长。

盈利预测：我们维持盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 1.05、1.07、1.34 元，对应 19-21 年 PE20、19、15 倍，维持“买入”评级

风险提示：旅游市场整治、项目推进不及预期。

表 13: 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,024	3,211	2,896	3,204	3,934
营业收入增长率	14.36%	6.20%	-9.82%	10.63%	22.81%
净利润 (百万元)	1,068	1,287	1,523	1,557	1,948
净利润增长率	18.32%	20.57%	18.28%	2.03%	25.14%
EPS (元)	0.73	0.89	1.05	1.07	1.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.56%	15.20%	15.53%	13.92%	15.07%
P/E	28	23	20	19	15
P/B	4.1	3.5	3.0	2.7	2.3

资料来源: wind 光大证券研究所测算, 股价时间 2019 年 6 月 6 日

3.3、科锐国际 (300662.SZ)

➤ 人力资源第一股, 保持国内龙头地位

作为国内人力资源巨头, “一体两翼” 战略下, 公司仍处于高速增长时期, 18 年营业收入+94%, 净利润+58.3%; 19Q1 营业收入+155%, 净利润+67.65%。其中灵活用工、中高端人才访寻和招聘流程外包三大核心领域继续保持高速增长 (18 年各项业务收入增速分别为+130%/+42%/+29%)。社保新规下, 灵活用工业务需求提升更加明显。

Investigo 于 18 年下半年并表, 今年将继续贡献业绩增量 (Q1 单季度权益利润 400 万), 并将助力公司海外扩张, 与公司在业务与技术上协同发展。

另外公司不断创新, 技术驱动公司整体效率提升。针对长尾市场, 未来将推出平台化业务禾蛙网, 汇集中小猎头, 提升公司在整个行业的影响力。

盈利预测: 考虑到目前灵活用工业务收入增速不断提升, 我们上调 19-20 年 EPS 为 0.82/1.09 元, 新增 21 年 EPS 为 1.52 元, 对应 19-21 年 PE41、31、22 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动, 并购项目不达预期。

表 14: 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,135	2,197	3,422	4,339	5,787
营业收入增长率	30.75%	93.54%	55.77%	26.81%	33.36%
净利润 (百万元)	74	118	148	197	274
净利润增长率	20.78%	58.30%	26.10%	32.72%	38.99%
EPS (元)	0.41	0.65	0.82	1.09	1.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.90%	16.16%	17.40%	19.26%	21.71%
P/E	82	51	41	31	22
P/B	9.7	8.3	7.1	5.9	4.8

资料来源: wind 光大证券研究所测算, 股价时间 2019 年 6 月 6 日

3.4、海底捞 (6862.HK)

餐饮行业的进入门槛较低, 但要克服行业“三高一低” (高房租、高人力成本、高食材成本、低毛利) 的痛点成长为大型连锁餐饮集团, 难度却很

大。海底捞成功解决了这些问题，建立了自己的竞争壁垒：扁平化结构下运营管理能力高效；通过设立专业化公司，推进了产业链的标准化；将员工利益和企业绑定，提供给消费者高品质的服务，使品牌拥有强议价能力。

海底捞处于业绩快速成长期。18年，公司实现营业收入170亿元，净利润16.46亿元，分别同比增长60%。

海底捞当前正处于高速拓店阶段，截止2018年底内地开设430家门店，距离我们测算的2717家空间仍有很大距离（具体测算过程参见2019年5月20日发布的《一路向前的餐饮巨头——海底捞（6862.HK）投资价值分析报告》）。海底捞的强大之处在于始终做到了提前布局，自身完善的系统将会支撑公司逐步发展成为一个餐饮平台企业，孵化出更多新品、更多业态。

盈利预测、估值与评级：

海底捞是全球最大（按营收规模）的火锅和中式餐饮品牌，当前正处于门店快速扩张阶段。我们维持盈利预测，预测2019-2021年EPS分别为0.56、0.80、1.03元，维持“买入”评级，维持目标价34.3港元。

风险提示：1) 开店速度不及预期；2) 行业竞争高于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,637	16,969	29,883	43,260	55,864
营业收入增长率	36%	60%	76%	45%	29%
净利润（百万元）	1028	1646	2816	4007	5150
净利润增长率	40%	60%	71%	42%	29%
EPS（人民币）	0.21	0.33	0.56	0.80	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	110%	34%	28%	30%	29%
P/E	110	72	42	29	23

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，1HKD=0.87CNY，股价与汇率时间为2019年6月7日

4、风险提示

1) 宏观经济景气度影响可选消费。如果宏观经济增长不及预期，可选消费受影响，社服板块业绩仍将承压。

2) 自然天气/经济等不可控因素导致游客量低于预期。旅游行业是典型的“靠天吃饭”的行业，外部存在较多不可控因素对旅游形成干扰，比如恶劣天气等因素都会影响客流。

另外，由于其他周边景区/酒店等的分流、营销宣传不到位、旅游消费热点的变化等都可能造成客流量波动。

3) 原材料价格的上涨、食品安全等事件导致餐饮行业盈利不及预期。餐饮行业使用的原材料，如肉类、蔬菜价格如出现大幅上涨将给成本端带来较大的压力。另外随着企业规模的不断扩大，确保餐厅整体体验和食品质量安全将更加困难，如果发生食品安全事件将对企业信誉以及盈利水平造成较大的冲击。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼