

社会服务

2019 年中期投资策略

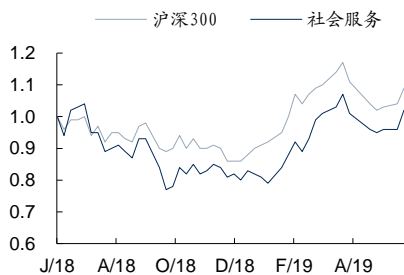
超配

(维持评级)

2019 年 06 月 26 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《社会服务行业 5 月投资策略:旺季逐渐来临, 紧守龙头, 兼顾下半年预期》——2019-05-13  
 《18 年年报及 19 年一季报总结:强者仍恒强, 紧抓龙头兼顾短期经济走势》——2019-05-09  
 《4 月投资策略: 中线守正业绩龙头, 短期兼顾个股弹性》——2019-04-15  
 《3 月投资策略: 沿着业绩确定性和预期改善主线布局全年》——2019-03-15  
 《出境游点评: 人民币升值+增速回升+低估值, 出境游板块阶段弹性突出》——2019-02-27

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367  
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

优质龙头为体, 弹性品种为用

● 社服板块复盘: 市场风格切换, 免税持续称雄

上半年行业回顾: Q1 稳定增长, Q2 受宏观经济、天气、基数等影响表现逊于 Q1; 各子行业 PK 免税继续称雄, 演艺相对良好。上半年复盘: 市场风格切换下周期与成长轮动, Q1 社服板块跑输 (去年涨幅第一), 小盘股活跃, 科锐、首旅 & 锦江弹性股阶段突出; Q2 成长股春天重现, 相对收益显现, 中国国旅一骑绝尘 (上半年股价+41%) 支撑社服板块表现重回各行业前十。

● 子行业: 免税逆周期持续靓丽, 演艺表现良好

免税: 牌照稀缺, 中国国旅未来离岛市内店 (海免有望注入及海口市内店新看点)、离境市内免税店 (国人离境市内店政策预期增强) 及海外扩张有望三维共振。演艺: 商业模式优异, 宋城未来看新一轮项目扩张+演艺集群扩容+储备项目助力成长。酒店: 龙头业绩增长成长与周期兼具, 估值受周期影响较大, 预计今年加速展店有望部分对冲 RevPAR 压力, 且下半年 RevPAR 相对低基数。出境游各目的地相对分化, 国内景区整体平稳, 餐饮中大众餐饮稳定增长, 博彩有所承压。职业教育相对刚需, 政策利好, 龙头中公教育依托赛道优势抗周期较快成长。

● 长期优质白马胜出, 阶段轮动下牛市兼顾弹性, 关注外资影响

长期坚守优质白马。板块十余年复盘显示, 虽宏观经济有起落, 市场风格有切换, 但高壁垒高成长龙头长期胜出。阶段轮动, 熊市聚焦白马, 牛市可适当兼顾弹性。PK 子行业周期, 免税和演艺成长相对独立, 依托政策及发展阶段穿越牛熊, 职业教育相对刚需; 而酒店、出境游、餐饮、博彩等则存在不同程度的周期属性。资金面: 关注 A 股入富及 MSCI 扩容, 外资影响话语权有望加大, 优质白马受益。

● 中期投资策略: 优质龙头为体, 弹性品种为用

维持中线“超配”。展望下半年, 我们继续建议聚焦相对逆周期和业绩稳定性标的, 核心推荐中国国旅、宋城演艺、中公教育, 同时可以适当兼顾广州酒家、科锐国际。若下半年经济逐步企稳且市场风格相对灵活, 可择机兼顾有一定向上估值和业绩弹性的投资标的: 如连锁酒店龙头锦江股份、首旅酒店以及美股华住酒店, 出境游龙头凯撒旅游、众信旅游等以及民企综合性景区龙头天目湖、三特索道等。此外可关注中青旅光大整合实质进展后战略布局。个股重点推荐: 中国国旅、宋城演艺、中公教育、首旅酒店、锦江股份、广州酒家、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、天目湖、中青旅、三特索道、黄山旅游、峨眉山 A 等。

● 风险提示

宏观系统性风险, 汇率大幅贬值风险, 政策低于预期, 并购商誉风险等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601888	中国国旅	买入	84.52	165,023	2.31	2.57	36.6	32.9
300144	宋城演艺	买入	22.36	32,480	0.88	1.04	25.3	21.4
002607	中公教育	增持	14.09	86,899	0.26	0.35	54.4	40.1
600258	首旅酒店	买入	17.80	17,581	0.93	1.13	19.1	15.7
600754	锦江股份	买入	25.01	22,214	1.18	1.34	21.1	18.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 上半年回顾与复盘：市场风格切换，免税持续称雄

### 2019H1 行业回顾：Q2 较 Q1 相对放缓，子行业 PK 免税继续称雄

回顾 2019 年上半年以来行业发展，从整体发展趋势变化来看，餐饮旅游行业今年 Q1 整体稳定增长，但受宏观经济、天气、基数等因素影响 Q2 表现相对逊于 Q1。

各子行业比较，结合我们今年以来的持续跟踪总体如下表所示，免税最为靓丽，宏观经济承压等环境下离岛免税、京沪机场免税估算仍然实现收入高增长 20-30%+，演艺相对良好，景区整体较为平稳，酒店龙头 3 月以来开始受经济和高基数影响 RevPAR 增长承压，出境游各目的地相对分化，餐饮稳定增长，博彩有所承压。总体来看，各子行业表现也在一定程度上印证了我们此前 2019 年度策略报告《复盘牛熊鉴成长，拥抱龙头待花开》及今年 2 月行业周期深度专题《物转星移终往复，花落花开会有时》中的相关判断。

表 1：2019 年上半年社会服务行业回顾一览

行业	Q1 表现	Q2 表现	重要节假日
免税	估算海南离岛免税销售额同比 29%，京沪机场免税收入同比估算增长 30%+	预计免税整体增速较 Q1 略有放缓，但仍可圈可点，其中 4-5 月海南离岛免税增速估算 20%左右（淡季、高温天气及宏观经济多因素影响）	五一、端午离岛免税销售额分别+153%（部分受 18 年 3 天假、19 年 4 天假影响）、51%
演艺	宋城旅游演艺主业收入+25-27%，业绩+38-42% 其中丽江项目低基数下反弹，业绩增 30%+，杭州和三亚高基数下稳定增长，三大存量项目综合业绩增长约 10-15%	预计稳定良好增长，但三亚、杭州项目受天气和宏观等因素影响，4-5 月表现预计略逊于 Q1	存量千古情项目总体表现较良好，其中五一总接待人次超 60%
酒店	一季度锦江、如家、华住、格林豪泰的整体 RevPAR 分别同比增长 1.15%、-0.5%、+2.9%、+2.4%，其中 1-2 月预计平稳微增，而 3 月高基数承压较明显；签约门店数量相对支撑，锦江、如家、华住、格林豪泰今年一季度分别净增 188、10、166、72 家门店。	4 月锦江 RevPAR 同比下滑 4.57%，较 3 月增速进一步放缓，预计 4-5 月酒店龙头 RevPAR 在高基数下增速相对逊于 Q1，其中 4 月压力相对最大	
出境游	香港游同比增长 19%，日本游同比增长 12%、韩国游低基数下同增 27%，而泰国游平稳下滑 2%，法国游微增 2%，整体欧洲游表现稳定。	4 月香港游、日本游同比增长 56%，韩国游 4 月低基数下继续高增长 35%，泰国游 4-5 月高基数压力仍然略有下滑	携程及美团数据显示港澳、日韩、东南亚是今年五一、端午等小长假最热目的地
国内游	张家界市、广西、丽江、昆明分别同比增长 34%/+24%/+22%/+20%	海口、三亚机场 4 月旅游吞吐量分别 -2.1%/-2.0%，预计 4-5 月海南离岛人数增速有所承压	清明、五一、端午全国国内游接待人次分别+10.9%/+13.7%/+7.7%
餐饮	餐饮收入 Q1 累计同比增长 9.6%，限额以上餐饮收入累计增长 7.9%	4-5 月餐饮收入累计增长 9.0%，限额以上餐饮收入累计增加 6.0%	-
博彩	澳门博彩累计毛收入-0.5%	4-5 月澳门博彩累计毛收入-3.3%，降幅较 Q1 扩大，预计受宏观经济影响	-

资料来源：流通发展司、各公司公告、各地旅游官网、国家统计局、澳门统计署等，国信证券经济研究所整理

### 2019Q1 财报回顾：旅游板块营收增长 19%，扣非业绩增长 20%

2019Q1，旅游板块收入增长 18.91%，业绩增长 54.02%，扣非业绩后增长 20.03%，收入及扣非业绩增速较 2018 年同期明显放缓，主要系出境游、酒店、景区等龙头扣非增长平稳或承压以及高基数所致。Q1 重点公司营收增长 21.23%，业绩增长为 51.04%（扣非后增长 19.54%），主因中国国旅推动。

具体来看，2019 年 Q1，免税板块营收（+55%）和业绩（+99%）表现继续靓丽，其中中国国旅主要来自日上上海增量贡献+上海、北京机场免税、三亚店本身高增长+剥离国旅总社带来非经常损益 7 亿综合贡献，扣非后业绩仍然大增 37%。演艺方面，宋城演艺 Q1 平稳增长（收入+16%、业绩+15%），其中旅游演艺主业收入增约 25-27%，业绩同比大增约 38%，主要依靠轻资产明月千古情部分确认收益+存量项目增长+桂林项目增长贡献。酒店板块一季度整体收入增速有所放缓（+1.93%），业绩增长 23.40%，锦江股份的非经常损益对整体业绩增长影响较大，扣非预计相对平稳。出境游板块受宏观经济+去年同期高基数影响，收入、业绩有所承压。景区板块受门票降价影响，叠加淡季因素业绩大

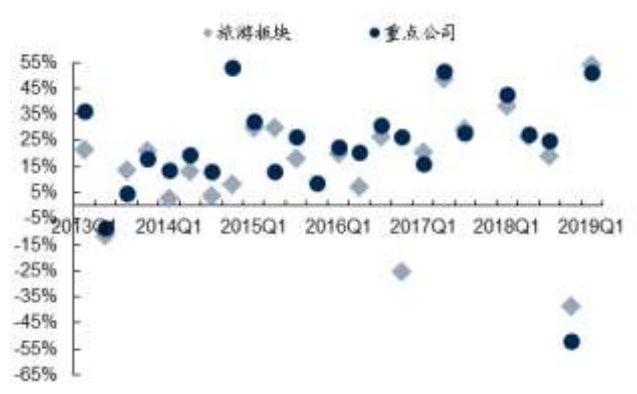
幅下滑 44.44%。

图 1: 旅游板块各季度收入增长情况



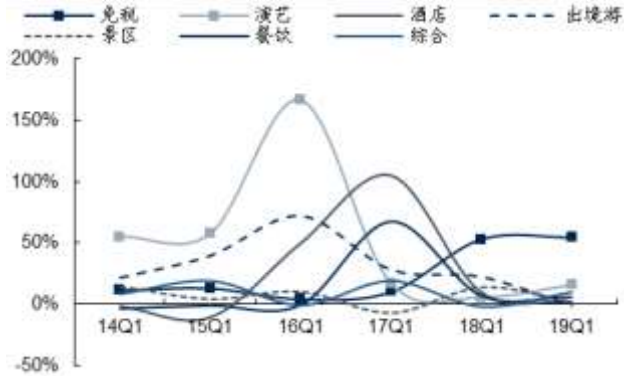
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

图 2: 旅游板块和重点公司业绩增长情况



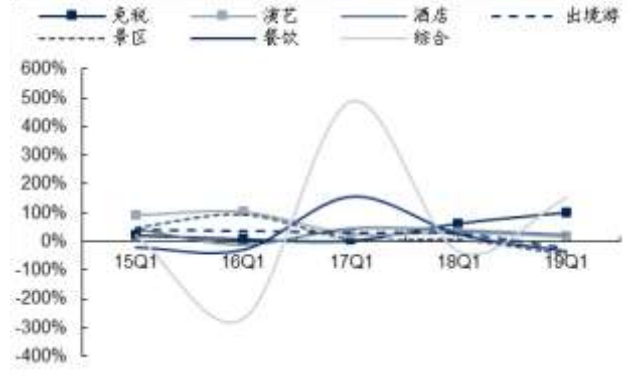
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

图 3: 2019 年 Q1 各板块收入增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

图 4: 2019 年 Q1 旅游各板块业绩增速情况



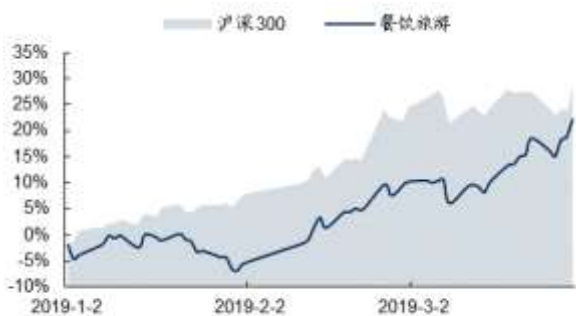
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

### 2019H1 板块复盘: 市场风格切换下周期与成长轮动, 强者仍恒强

2019 年上半年市场风格切换下, 周期与成长先后轮动。2019 年初尤其春节后, 在市场流动性改善、风险偏好提升、科创板预期等因素影响下, 大盘明显回暖, 散户、游资活跃, 中小市值个股开始表现, 社服板块 Q1 累计上涨 22.2%, 但跑输大盘 6.40pct, 主要由于市场风格转换及去年板块涨幅第一等影响, 板块涨幅在各行业中排名倒数。4 月 A 股市场出现结构性调整, 5 月伴随贸易战重燃, 大盘有所承压, 但依托最大权重股中国国旅的支撑, 板块 Q2 以来截至 6 月 21 日整体逆势增长 0.26%, 跑赢沪深 300 指数 1.25pct。整体来看, 今年上半年截至 6 月 21 日, 社服板块累计上涨 22.5%, 跑输大盘 4.6pct, 目前排名各行业第九。

从个股来看, 2019Q1 中小市值及题材个股表现活跃, 旅游板块主要系西安旅游 (+104%, 一带一路及科创板概念股)、国旅联合 (+54%)、科锐国际 (+53%, 人力资源第一股, 业绩高增长有支撑, 政策利好, 小市值)、大连圣亚 (+51%, 小市值, 超跌反弹)、号百控股 (+49%) 等小市值个股涨幅居前。与此同时, 在经济预期企稳向好的情况下, 首旅酒店和锦江股份也录得较为可观的正收益(结合我们此前报告, 酒店龙头估值与 PMI 及经济预期等正相关), 分别累计上涨 38% 和 30%, 明显跑赢大盘; 但这一期间中国国旅则表现相对平稳, 累计上涨 16% (其中尤其 1 月受 2018 年业绩快报低于预期影响股价阶段调整), 相对跑输大盘。

图 5: 2019 年 Q1 旅游板块累计上涨 22.2%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

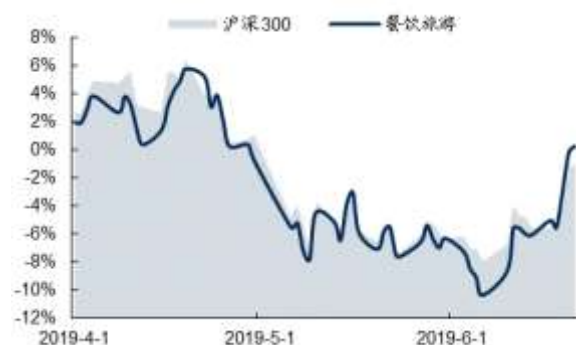
图 6: 今年 1.1-3.31 旅游个股涨跌幅: 小盘股领涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

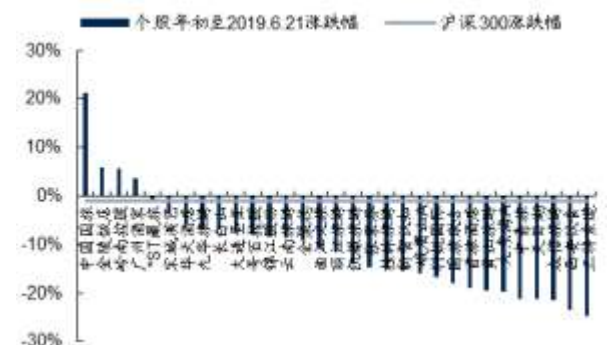
4 月以来,受流动性收紧等因素,以及经济数据相对欠佳等影响,市场风格开始转变,白马龙头重新开始称雄,成长股的春天重现。这一阶段,我们持续重点首推的免税龙头**中国国旅**明显领涨(今年 5 月 20 日再发深度力荐,未来 12 个月目标市值上看 2000 亿),在 2017 年股价翻番、2018 年上涨 39.8%的基础上,2019 年截至 6 月 21 日仍累计上涨 41.3%,跑赢大盘 14.1%,表现突出,预计与其离岛免税业务和枢纽机场免税持续高增长、整合海免预期、北京青岛大连厦门等离境内免税店逐步开业(外国人),国人离境内免税店预期不断强化等因素叠加相关。此外,这一阶段**金陵饭店**(+5.9%)、**岭南控股**(+5.6%)及**广州酒家**(+3.6%)也录得正收益,而其他个股均有不同程度的调整。

图 7: 2019 年 Q2 旅游板块累计上涨 0.26%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 今年 4.1-6.21 旅游个股涨跌幅: 中国国旅领涨

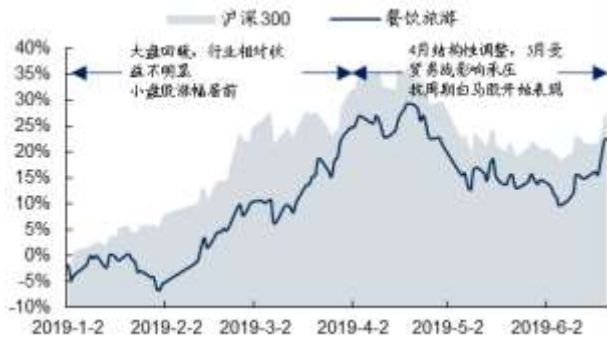


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

整体来看,今年以来截至 6 月 21 日,A 股餐饮旅游板块个股涨跌幅前五分别为**中国国旅(+41.3%)**、**大连圣亚(+39.3%)**、**西安旅游(+38.7%)**、**号百控股(+37.1%)**、**金陵饭店(+35.7%)**,跌幅后几名分别为**大东海 A(-18.9%)**(去年题材股)、**众信旅游(-1.3%)**(年初年报暴雷,此后汇率贬值等因素影响)、**三特索道(-0.2%)**等。

此外,A 股教育板块方面,我们重点关注职教龙头**中公教育**,今年上半年截至 6 月 21 日累计上涨 103%,领涨 A 股教育板块。

图 9: 2019 年上半年旅游板块累计上涨 22.5%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 今年来截止 6.21 旅游个股涨跌幅: 中国国旅领涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 中公教育年初以来股价走势: 累计上涨 103%，领跑 A 股教育板块



资料来源: 公司公告等, 国信证券经济研究所整理

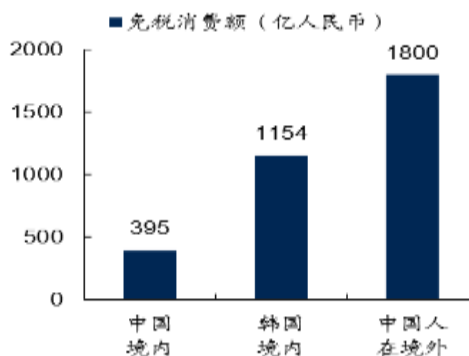
## 子行业分化：免税逆周期持续靓丽，演艺表现良好

### 免税：逆势高增长，市内店逐步落地，国人政策预期不断强化

国人免税消费需求与国内免税市场规模不匹配，消费回流空间广阔。2018年，中国居民境外购买免税商品总体规模超过1800亿元，占全球的34.8%；但国内免税市场规模仅395亿元，仅为韩国免税市场规模的1/3（韩国18年销售额1149亿元RMB），与韩国12-13年规模持平。换言之，国人免税消费回流空间广阔。而在目前经济环境下，国人消费回流日益迫切，有助于国内免税政策持续利好。

从国内免税行业成长来看，国内免税市场从2015年的237亿元（约38亿美元），增长至2018年的395亿元（约59亿美元），年均复合增速为19%，其中2018年国内免税销售额同比增长27%，较此前显著加速，主要来自消费回流背景下，免税运营商主观能动发挥及政策支持下机场免税等的较快发展。

图 12：国内免税规模有限，免税消费回流空间广阔



资料来源：公司公告、商务部、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

图 13：国内免税市场规模及增速（不含港澳台）



资料来源：公司公告、商务部、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

鉴于此，在吸引消费回流大趋势下，我们认为国内免税政策有望持续利好（海南离岛免税、市内免税店政策），叠加免税品本身香化、烟酒居多（全球免税，香化+烟酒占比超60%），相对刚需特点，并参考韩国等免税成长，我们认为国内免税市场整体容量仍有望积极成长，未来3-5年预计国内免税行业有望实现20%左右的行业增速（考虑首都大兴机场启用等以及未来可能更积极的免税新政策推出）。

### 1、行业最新跟踪：Q1 离岛同增 29%，Q2 预计淡季略放缓但仍可圈可点

受益海南离岛免税政策持续调整（包括海口市免税店1月开业），海南离岛免税保持较快增长。2018年海南离岛免税同比增长26%，在此基础上，参考商务部最新数据，2019年1-4月离岛免税商品累计销售额50.62亿元，同比增长23.77%。其中Q1同比增长29.24%，仍保持较高增速；但4月因三亚处于旅游淡季以及受五一节假日放假时间差异影响，销售增速降至15.07%，5月预计有所反弹（小长假影响）。其中，我们估算中免三亚免税店Q1销售额同比增长约26-27%，在一季度高基数且海南整体接待客流瓶颈压力下仍然保持了较快增长。4-5月受淡季叠加受海南旅游市场整体影响（机场吞吐量微跌），免税销售增速较Q1略有放缓，预计整体销售仍维持20%左右的增速，相对可圈可点。

与此同时，结合阳光海南网、椰网等媒体报道，今年6月15日，海南首届免税购物嘉年华活动三亚正式启动（6月-9月），本次“海南首届免税购物嘉年华”活动由海南省人民政府指导，海南省商务厅、三亚市人民政府主办，中免集团（海南）运营总部承办，三亚国际免税城、海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、博鰲免税店共同参与，同时整合了航空公司、银行、酒店、景区及岛内相关旅游资源，在营销推广强化下，预计Q3离岛免税增速或有望较Q2

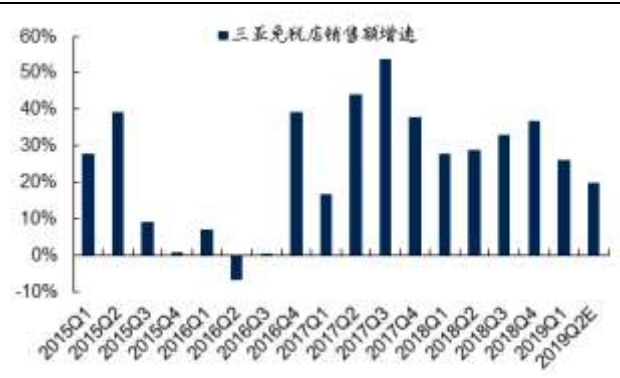
有所好转。

图 14: 2019 年 4 月海南离岛免税商品销售额同比增长



资料来源: Wind、国家商务部, 国信证券经济研究所整理

图 15: 三亚免税店 19Q2 淡季销售额增长预计略有放缓



资料来源: 公司公告、海南/三亚新闻, 国信证券经济研究所整理

表 2: 海南离岛免税政策调整

时间	性质	内容	政策
2011 年 3 月	政策正式落地	三亚免税店开业, 年龄条件为 18 周岁, 限次(岛内 1/非岛内 2 次), 限额 5000 元, 限量(分品种)、限品质(18 种)	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》(2011)
2011 年 12 月		海口免税店开业, 与三亚店享受同样的离岛免税政策, 实行“即购即提”模式	
2012 年 11 月、	政策额度等调整	年龄条件为 16 周岁, 限额 8000 元, 提高购买数量范围, 增加 3 类免税商品品种	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》(2012)
2014 年 1 月	政策小范围突破	三亚免税店试点实施“即购即提、先征后退”和“特殊情况下邮寄送达”的购物模式	
2015 年 3 月	政策再次调整	增加 17 类免税商品(如婴儿配方奶粉、咖啡等), 放宽香化手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》(2015)
2016 年 2 月	政策再次调整	非岛内居民购物次数限制取消、购物限额 16000 元, 同意三亚和海口免税店开设网上销售窗口	
2017 年 1 月	政策小范围突破	铁路离岛旅客可在三亚店或通过三亚和海口免税店的网上销售窗口购买免税商品并在海口火车站提货点提货	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》(2017)
2018 年 2 月	新增免税提货点	三亚免税店琼海博鳌机场提货点启用	
2018 年 4 月	新增免税提货点	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点	
2018 年 12 月	政策再次调整	免税额度增至 30000 元(包含岛内外居民), 取消岛内居民购物次数限制, 增加部分医疗器械	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2018 年 12 月	政策再次调整	将乘轮船离岛旅客纳入了海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》
2019 年 1 月	新设免税店	新设海口、博鳌市内免税店	

资料来源: 财政部, 阳光海南网, 商务部等, 国信证券经济研究所整理

与此同时, 京沪机场免税预计 Q1 继续保持较快增长, 同比可比增长估算均在 30%以上, Q2 估算略有放缓但整体也较为靓丽。此外, 白云机场免税的潜力也在积极释放。

## 2、未来看点: 离岛、离境、海外市内免税店有望三维共振

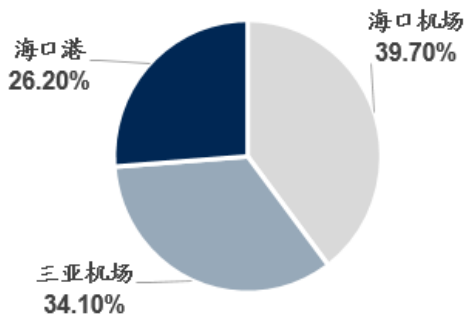
### 离岛市内免税店: 三亚店持续较快成长, 海口店有望开启新空间

如上表所示, 2018 年底 2019 年初离岛免税政策进一步放宽: 一是岛内外居民总额度增至 3 万, 二是放宽轮渡提货渠道。考虑 17 年海口港进岛旅客占比为 26.2%, 估算将新增约 15%购买人群, 岛内居民潜力有望进一步释放, 从而有助于三亚免税店的持续成长, 预计 2019 年全年有望保持 19-20%的增速。

与此同时, 考虑海免(主要拥有海口美兰机场免税店 51%的股权以及海口市内免税店 100%股权), 我们关注其成长尤其海口市内免税店成长。具体来看, 海口日月广场店 2019 年 1 月 19 日开业, 中免供货, 首期开业面积 1.3 万 m<sup>2</sup>(总面积 2.2 万 m<sup>2</sup>), 二期 6 月 1 日开业。未来客群拓展潜力大(2/3 旅游离岛从美兰机场或海口港离岛), 未来有望成为公司重要的盈利增长点。

海口新海港店：2019年3月开工，计划2023年底建成，项目占地约675亩，建设用地约485亩，拟建设规模约90万平方米，系大型免税综合体建筑群。

图 16：2017 年海南三大进岛渠道占比



资料来源：公司资料、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

图 17：海口市内免税店位置



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

表 3：三亚原大东海免税店及海口日月广场市内免税店对比

分类	三亚免税店（大东海店）	海口日月广场店
经营面积	首期 7000 平方米，2012 年底扩建至 10000 平方米	海口市内免税店经营面积 2.2 万平方米，首期开业面积达 1.3 万平方米。
开业初期营业额	2011.4.20-2011.6.30，销售额 2.28 亿元	2019.1.19-2019.3.31，销售额估算 1.6-1.9 亿元
开业首年销售额（或预计）	10.05 亿元	预计 8 亿元
开业次年销售额	20.37 亿元	预计 14 亿元
开业第三年销售额	28.28 亿元	预计 18 亿元
开业首年净利率	净利率 20%（无批发扣点）	预计 5-9%
开业第二年至第三年净利率	净利率 15-17%（批发扣点 8%左右）	净利率估算 15-20%（总部 0 扣点或较低扣点情况下）

资料来源：公司公告，商务部，国信证券经济研究所整理预计

整体来看，结合我们最新中国国旅深度报告《好风凭借力，大鹏展翅飞》，考虑海口市内免税店 2019 年尚处于开业培育初期，我们对标三亚大东海店初期盈利成长情况，在已有三亚市内店和海口机场店下，**预计海口市内免税店 2019-2021 年收入分别为 8/14/18 亿元，2020-2021 年随着市场逐步打开，尤其伴随新海港购物中心开业，远期不排除有望再造一个三亚免税店。**从盈利能力来看，参考三亚免税店开业首年净利率 20%左右，我们预计海口市内免税店年净利率有望达到 **15-20%甚至更高 25-30%**（租金可控，规模效应显现，假设中免总部扣点较低或 0 扣点）。考虑海免有望今年内注入上市公司，我们预计海免后续有望成为公司明后年重要增长点。

### 离境市内免税店：传统门店集中恢复，国人政策有望渐行渐近

从市内免税店来看，目前国内市内免税牌照：1）中免，外国人离境市内免税牌照，港中旅旗下的中侨免税店（未来不排除交由中免统筹运作），以及外交人员免税牌照；2）中出服，出境归国市内免税牌照，有一定限制约束。目前市内免税估算占全国免税份额的 3-4%，非常低，以中出服为主

**2019 年中免离境市内店迎来全面恢复开业潮。**五一青岛、厦门市内免税店开业（针对离境外国人），5 月 26 日大连市内店开业，5 月 30 日北京市内店开业，上海预计今年 6-7 月有望开业。虽然上述市内免税店初期开业面积有限（初期预计 300-500 平方米左右），但预留一定扩容空间，且初期面积低主要是国人政策没有落地前，控制前期费用，预计政策未落地情况下初期市内免税店微亏。

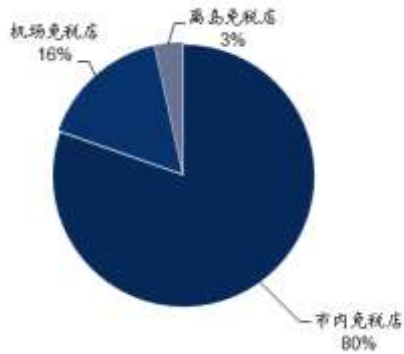
**国人离境市内免税政策预期渐行渐近，且免税额度有望提升。**据 DFE 媒体报道，商务部在上海透露，将大力发展市内免税店。目前上海政府已申请放开国人市



内免税政策，并建议将免税额度由 8 千提升到 1.3 万元。

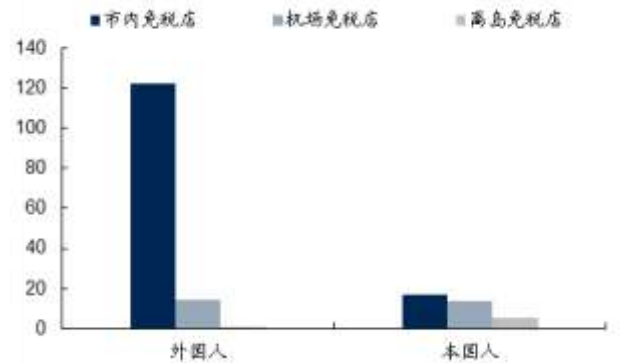
**长期空间可对标韩国：2018 年韩国免税销售 172 亿美元，其中市内店占 80%。**  
 1) 市内免税店的购物在时间、商品品类、优惠回馈等方面较机场店有优势，韩国本国入市内店购买略高于机场，2) 2018 年中国人在韩免税消费约 97-110 亿美元，系国内免税市场 1.6-1.9 倍，消费回流空间广阔。

图 18: 韩国 18 年免税市场 173 亿美元: 市内店贡献约 80%



资料来源: www.Trbusiness.com、穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2018 年韩国免税市场购买情况 (单位: 亿美元)



资料来源: www.Trbusiness.com、穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

若京沪国人离境市内免税店政策突破，且其免税额度有望达到 8000 元/次（目前出入境免税额度之和）。我们初步预计初期渗透率（4-6%），客单价有望 1500-2500 元，京沪市内免税规模有望达 21-54 亿；成熟渗透率（6-8%），客单价有望 2500-4000 元，京沪市内免税规模有望达 54-114 亿，中长期空间有望 120 亿元+。若免税额度有望达到 13000 元/次，则市内免税店空间有望更高。

表 4: 离境市内免税店空间估算

初期渗透率 (%)	初期客单价 (元)	初期销售额 (亿元)	成熟渗透率 (%)	成熟客单价 (元)	成熟销售额 (亿元)	净利率 (%)	权益净利率 (%)	业绩
一、国人离境市内店政策出台+免税额度 8000 元，中免控股 51%								
4-6	1500-2500	21-54	6-8	2500-4000	54-114 (中长线 120+)	16-26	8-13	初期 1.7-5.4 亿, 中线 5-10 亿+, 长线 15 亿+
二、国人离境市内店政策出台+免税额度 13000 元，中免持股 51%								
4-6	2000-3000	29-64	6-8	3000-4500	64-129 (中长线 150 亿+)	16-26	8-13	初期 2.3-6.4 亿, 中线 5.1-16.8 亿, 长线 20 亿+

资料来源: 公司公告、穆迪报告等, 国信证券经济研究所

并且，从净利率角度，若国人离境政策落地，则中免占据市内免税主动权，我们预计政策落地后，培育期后净利率有望达到 16-26%（考虑批发扣点加回），权益净利率有望 8%-13%（假设中免控股 51%），盈利能力较为强劲。

长线空间：关注政策落地后的持续扩容和多城市拓展，中免未来有望通过机场做规模，市内店构筑盈利等模式，迅速做大做强。1) 即使国人离境市内免税店政策初期限制较多，额度有限，但参考海南和韩国，后续总额度等条件都有望持续放宽，市场容量将不断提升。2) 目前市内免税店牌照仅限北京、上海、青岛、厦门和大连 5 个城市，随着未来国人离境政策落地，中长期政策可能持续扩容，成都、广州等城市也有望开设，远期有望再造一个中免。

此外，对标国际龙头机场市内共振的成长经验，公司目前还在港澳设立市内免税店，虽然港澳竞争激烈，但以公司规模和渠道优势，仍有望从中分得一杯羹。

**演艺：花房重组另起新征程，演艺主业进入二次腾飞期**

今年以来回顾：2019 年 Q1，公司收入、业绩分别增长 15.85%、14.90%，其中估算旅游演艺主业收入增约 25%-27%，业绩同比大增约 38%-42%，预计主要系轻资产明月千古情部分确认收益+存量项目增长+桂林项目增长影响。其中存量项目中预计丽江低基数下反弹，业绩增 30%+；杭州和三亚高基数下稳定增长；三大存量项目综合业绩增长约 10%-15%。2019 年 4 月 29 日，六间房

和花椒完成工商登记，二者重组尘埃落定。此后，公司持有六间房 39.53%的股权，不再并表，从而可以更加聚焦主业谋发展。

图 20: 花椒、六间房重组前后股权结构



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

未来看点：一看新一轮项目扩张，二看演艺集群挖潜存量成长，三看储备项目

结合我们 6 月 17 日最新宋城演艺深度报告《演艺王者重聚主业，二轮扩张再显峥嵘》中的相关分析，公司未来看点有三：一看新一轮异地项目集中开业落地，二看多剧院演艺集群有望焕发内生增长新活力；三看从 1 到 N，未来不排除有新的储备项目签约落地。

表 5: 宋城演艺目前在手演艺项目一览

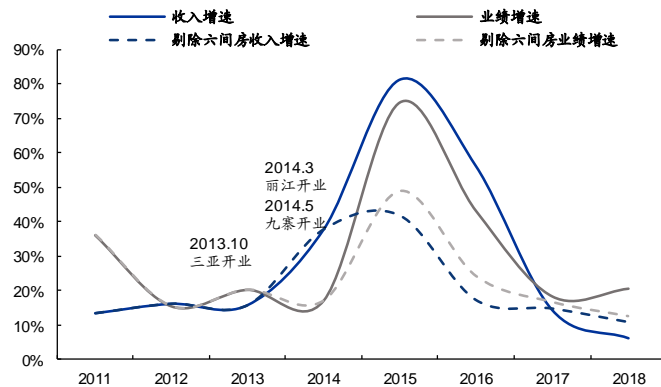
分类	项目名称	开业时间	说明
自主投资项目	杭州宋城千古情	1997 年	杭州本部，占地不到 100 亩，多年来一直是公司业绩核心，现有 2 家剧院开业，预计 19 年新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	项目占地面积 80 亩，建设了千古情景区、冰雪世界、热带动物园、水公园等主题公园，目前第二剧院正在积极推进中，预计 2019 年有望推出。
	丽江千古情	2014 年 3 月	距丽江古城 6 公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，同时还包括丽江恋歌等露天剧院等。
	九寨千古情	2014 年 5 月	出资 8700 万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017 年 8 月因地震关闭，近两年一直处于关闭状态，预计 2020 年有望恢复。
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	与桂林旅游合资成立子公司实现对项目的管理，预留 3 个剧院。
	张家界千古情	预计 2019 年 6 月底	总投资约 6 亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施 2017 年 12 月取得项目用地，以及开工前的准备工作。
	西安中华千古情	预计 2020 年春节	西安浐灞生态区世博园内，其中世园集团持股 20%，宋城持有股 80%
	上海世博大舞台项目	预计 2020 年上半年	与上海世博东迪文化发展有限公司共同出资设立上海宋城世博演艺发展有限公司，进而对项目进行管理，计划建设 4 个剧院，采取 4 种表现形式，对于城市演艺外推具有极强的借鉴意义。
	佛山千古情	预计 2020 年	在佛山西樵镇听音湖片区引入旅游演艺项目，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于 2500 个。
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	项目拟投资额达到 200 亿元，规划用地约 5000 亩，是宋城集团在以往“主题公园+旅游演艺”核心模式上提升的超级综合项目。
	澳洲黄金海岸项目	预计 2021 年中下旬	澳大利亚传奇王国，位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在持续推进规划审批等前期工作。
轻资产，设计创作编排等每个项目收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河里文化主题公园	2017 年 7 月	以管理输出的轻资产模式开拓景区并开展旅游演艺项目。截止 2017 年底，《炭河千古情》演出场次近 500 场，游客量超 200 万人次。2017 年 10 月 7 日《炭河千古情》连演七场，接待量达 5.6 万人次，创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。
	江西宜春千古情	2018 年 12 月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区 15 公里，总投资 10 亿元。
	郑州·黄帝千古情	预计 2020 年 3 月	新郑黄帝千古行，投资 5 亿元，占地约 200 亩。标志着宋城演艺异地复制、轻资产输出等各种模式的全面成熟。

资料来源：公司公告、公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理

公司目前已进入新一轮项目扩张期。在现有已有 5 个项目的基础上（九寨因地震暂时关闭），张家界项目有望于 2019 年 6 月 28 日营业，西安、上海、新郑项目有望于 2020 年上半年营业，其他佛山、西塘等项目也积极推进中。

从公司过往实践来看，即使面对区域相对成熟的竞争对手，宋城也有望通过产业链的综合优势迎难而上，在一定时期后逐步脱颖而出。并且，上一轮扩张特点显示，在公司 2013-2014 年的上一轮异地扩张周期中，旅游演艺主业收入的高增长主要体现在新项目集中开业的首年及次年，而业绩的高增长则主要体现在新项目集中开业的次年及第三年。考虑目前现有项目进度，预计 2020-2021 年进入收入较快增长期，而业绩的潜力在 2020-2022 年及以后有望逐步体现。

图 21：宋城演艺上市以来收入和业绩成长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 6：宋城演艺 2018 年及此后新开业项目盈利空间估算

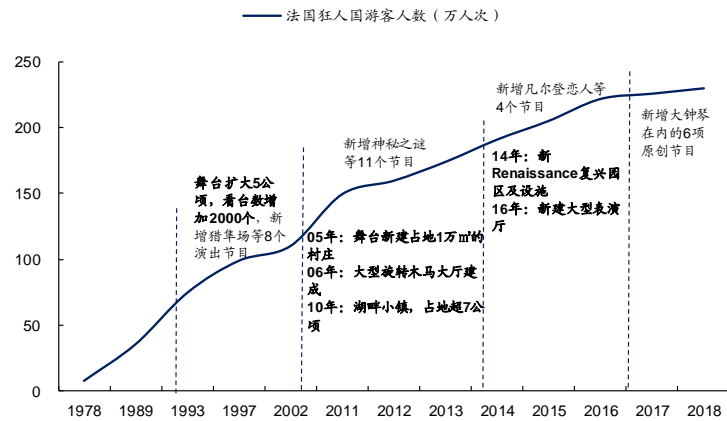
分类	项目名称	开业时间	对标	持股比例	预计项目 2-3 年初步成熟后每年收入体量	3 年左右较成熟期盈利体量估算
自主投资项目 (全额确认 门票收入)	桂林阳朔千古情	2018 年 7 月开业	九寨/丽江	70%	1.5-2.5 亿元	归母净利润预计 0.75-1.0 亿元
	张家界千古情	预计 2019 年暑期	九寨/丽江	100%	1.5-2 亿元	归母净利润预计 0.8-1.2 亿元
	西安中华千古情	预计 2020 年春节	三亚/杭州	80%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.2-2 亿元
	上海千古情	预计 2020 年 4 月正式开业，此前或试营业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	佛山千古情	预计 2019Q2 开工，2020 年下半年营业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	西塘千古情	预计 2021 年开业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	澳洲项目	暂定中		100%		公司预计可能 2-4 亿的澳币收入，1-2 亿的澳币利润，但目前观察中，已拿地，但公司规划重启审批过程中。
轻资产项目 (一次性服务费 2.6-2.7 亿分 2-3 年确认+开业后每年门票收入*提成比例)	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月底开业	宁乡	不持股，仅门票分成	一次性服务费 2.7 亿(含开业活动费)分 2-3 年确认，开业前后确认 2 个亿的 60-70%，之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认，此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成(收入 20%)	
	郑州·黄帝千古情景区	预计 2020 年	宁乡	不持股，仅门票分成	一次性服务费 2.6 亿分 2-3 年确认，开业前后确认 2 个亿的 60-70%，之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认，此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成(收入 20%)	

资料来源:公司公告，投资者关系活动表，国信证券经济研究所整理

积极探索单一项目多剧院演艺集群模式，有望带来未来持续内生增长重要新增看点。对标法国狂人国系演艺类主题公园模式，其通过剧院不断增加和室内外演艺集群的持续丰富，客流从 1978 年的 8 万人左右提升至 2018 年的 230 万人，近 40 年客流 CAGR 达 9%，长盛不衰。借鉴狂人国经验，宋城演艺拟以杭州本部为试点全面探索多项目演艺模式的发展空间，2019 年下半年杭州本部预计完成 3、4 号剧院及半露天丽江恋歌剧院建设，预计 2019 年底杭州景区将拥有 5 个能容纳 3000 人以上的剧院以及 2 个 500 人左右的剧院，可同时上演

12个剧目，进一步加速宋城杭州景区成长。未来，通过杭州本部以及西塘模式的探索，对标国际法国狂人国等已有成功经验，公司可尝试探索新的演艺模式，与其经典千古情系列互补，若成功可以在公司其他异地项目不断复制推出（公司异地项目多数预留2-3个剧院空间），从而有效拓宽宋城演艺后续成长空间。

图 22：法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

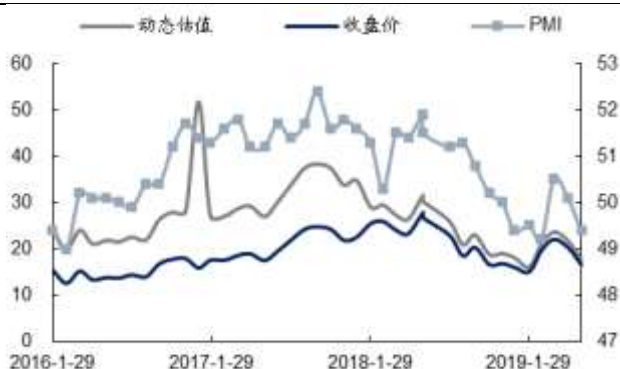
此外，从 1 到 4 再到 N，公司全国扩张版图可期，在现有项目基础上不排除在西南、珠三角等人口密集，经济有支撑的区域储备新项目，进一步支撑成长。

**酒店：龙头业绩增长成长与周期属性兼具，但估值受周期情绪影响较大**

结合我们此前《首旅酒店-600258-从直营和加盟分解再论业绩增长预期差》、《酒店行业专题-17 年量价齐升后，再论酒店周期与成长》等报告中的分析，酒店龙头由于其商业模式特点，本身成长与周期兼具，但在投资与估值波动来看，受经济周期预期影响较大。

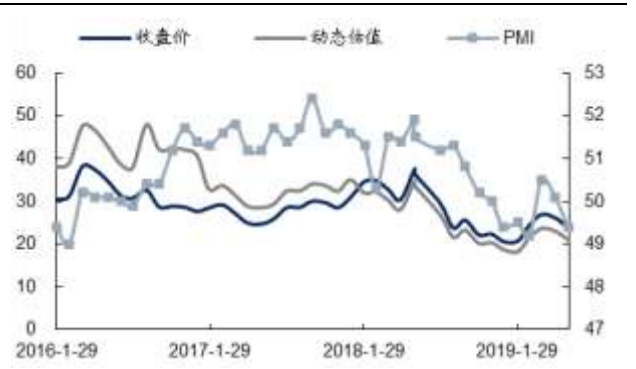
1、龙头估值受经济周期及其预期变化影响较大。如下图所示，A 股首旅酒店和锦江股份的估值受 PMI 及经济预期变化影响较大，估值波动与周期及其预期变化紧密相关。

图 23：首旅酒店估值与 PMI 变化趋势高度相关



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24：锦江股份估值与 PMI 变化趋势高度相关

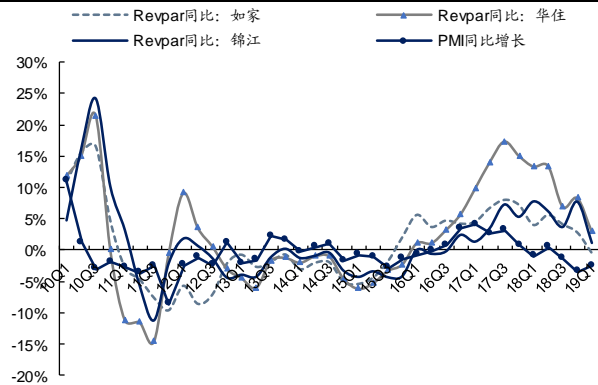


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2、酒店龙头的盈利成长分析：周期与成长兼具。一方面，酒店龙头的核心经营指标 RevPAR 变化趋势与经济周期高度相关。如下图所示，虽然个别阶段变化趋势略有区别（与基数、酒店自身季节性特点相关），但从 2010Q1 以来整体来看，酒店龙头锦江、华住和如家的整体 RevPAR 增速与 PMI 变动之间呈现一定

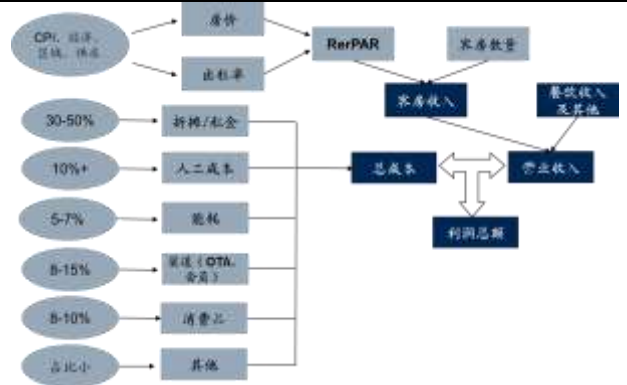
的正相关。在这种情况下，结合我们此前对酒店商业模式的分析，直营模式下，折摊、租金、人工等成本在一段时间内相对固定，经营杠杆通常较高，因此 RevPAR 波动带来的收入波动对直营门店的业绩波动影响较大。换言之，经济承压，直营店的业绩下滑压力较大，而经济复苏时，直营店复苏的业绩弹性也较为显著。

图 25: 酒店龙头 RevPAR 增速与 PMI 相关——周期性



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

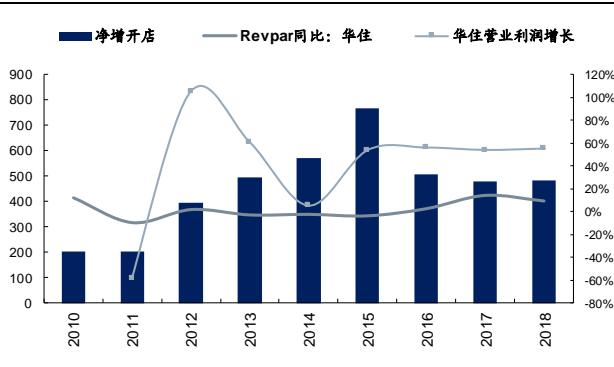
图 26: 直营模式下酒店的商业模式分拆



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

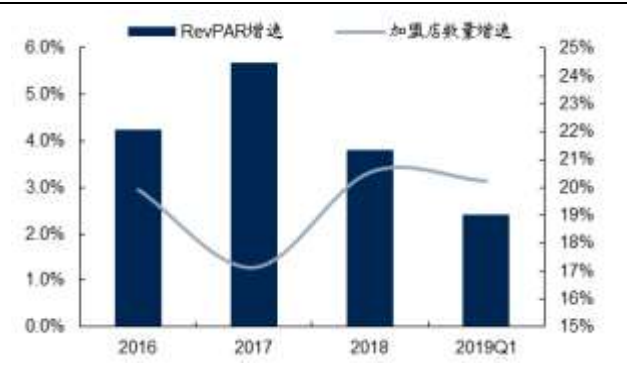
但另一方面，加盟模式下，结合目前中端升级和行业连锁化率的持续提升，酒店龙头可以通过加速开店部分对冲 RevPAR 对其业绩增长的压力。以华住为例，在上一轮周期低点，2015 年，虽然华住当年 RevPAR 承压(当年下滑 3.77%)，但依托快速加盟扩张(当年新开门店上千家，净增门店 768 家)带来的首次和持续加盟费的支持，其 2015 年营业利润增长超 50%，逆势快速增长。格林豪泰依托 99%的加盟占比，今年一季度行业相对承压的情况下，整体仍然实现收入 20.1%、核心净利润 18.0%的同比增长。

图 27: 华住 2015 年盈利大增，主要依靠开店推动



资料来源: 华住公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 格林豪泰的经营表现



资料来源: 格林豪泰公告, 国信证券经济研究所整理

结合我们《首旅酒店-600258-从直营和加盟分解再论业绩增长预期差》中的测算，以首旅酒店为例，假设公司 2019 年新开店 500 家(核心品牌门店，不包括管理输出)，其中 90%为加盟店，中高端占比 45%，关店 200 家(加盟店 180 家)，并简单假设新开加盟店 2019 年平均有 1/2 时间运营。同时，我们参考首旅酒店官网经济型、中端和高端门店的首次加盟费标准，兼顾开发人员奖励及其他费用等，估算结果如下表所示。

综合来看，仅考虑加盟新开店和关店影响，假设公司 2019 年总新开店 500 家(核心品牌)，其中 90%为加盟，且关加盟店 180 家左右，据此测算加盟店净增业绩对上市公司 2018 年扣非主业业绩(估算)的影响约 20%左右，从而对上市公司业绩增长带来一定稳健支撑。当然实际测算时，除了上述加盟扩张影

响外，上一年新开店带来的一次性首次加盟费影响及今年带来的持续加盟费增加，叠加 RevPAR 变化带来的收入提成波动、直营店业绩波动、新开店培育期以及总部费用增减，也会对上市公司公司业绩增长带来综合影响。

表 7: 加盟扩张及关店带来的业绩影响估算

分类	新开加盟店数	首次加盟综合贡献估算	新开店持续加盟费贡献		关店损失		
			RevPAR 假设 (元)-培育期	持续加盟费增量 (亿元)	加盟店关店数量	Revpar 假设 (元)	持续加盟费损失 (亿元)
经济型	247	0.47	140	0.47	175	130	-0.31
中端	195	0.51	225	0.84	5	210	-0.02
中高端	8	0.02	270	0.05			
<b>合计</b>		<b>1</b>		<b>1.36</b>			<b>-0.33</b>

新开加盟店和关店综合税后影响估算 = (1.00 + 1.36 - 0.33) \* 0.75 = 1.52 亿元

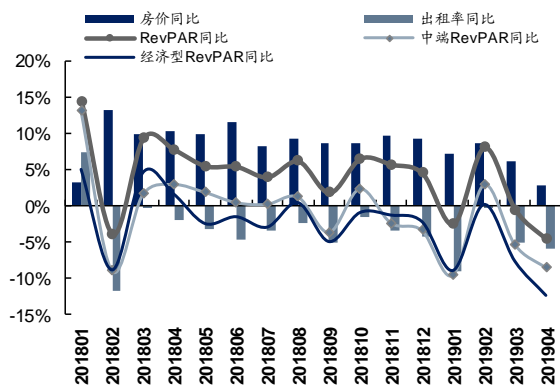
对 18 年扣非主业的估算业绩弹性测算: 20%

资料来源: 公司公告及官网资料等, 国信证券经济研究所整理估算

### 3、酒店龙头今年以来跟踪: RevPAR 受经济影响承压, 但开店趋于提速

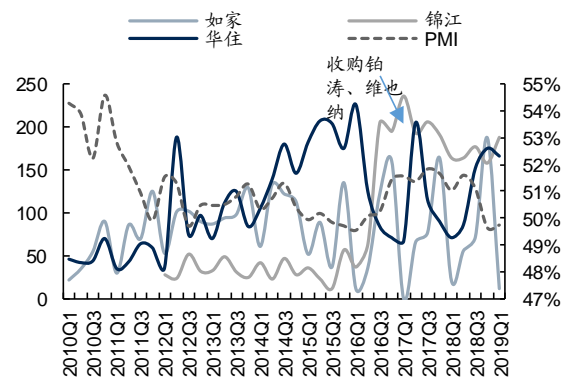
从今年以来的持续跟踪来看, 结合上图酒店龙头 RevPAR 走势以及锦江的月度数据跟踪, 今年以来, 锦江股份在 2 月因春节放假差明显较快增长后, 3-4 月 RevPAR 持续负增长, 且 4 月下滑程度较 3 月进一步加剧, 这一方面有宏观经济的影响, 同时也有去年 3-4 月本身高基数影响。从锦江股份去年以来的月度 RevPAR 变化来看, 上半年尤其 3-4 月基数最高, 5 月后有所缓解但仍然相对高位, 直至下半年 7 月、9 月开始放缓, 年底显示承压。因此, 仅从基数的角度, 我们预计 5-6 月 RevPAR 的增速或相对优于 4 月, 但上半年总体仍然都有压力, 预计下半年基数压力有望逐步缓解, 后续若宏观经济逐步企稳, 酒店龙头 RevPAR 也有望逐步企稳回升。

图 29: 锦江股份境内酒店的月度 RevPAR 变化趋势



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 酒店龙头近几年门店扩张情况



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

与 RevPAR 受经济影响承压不同, 今年除锦江外几大酒店龙头纷纷加大开店计划, 锦江整体的开店目标也维持此前高位。如下表所示, 华住在年初将 2019 年开店计划调整至 800-900 家, 较 2018 年 700 家明显加快后, 一季报后进一步将全年开店目标上调至 1100-1200 家, 虽然其中有部分管理输出贡献, 但整体也非常可观。首旅酒店目前计划全年开店 800 家 (核心品牌 500-600 家, 其余为管理输出), 较 2018 年 450 家计划明显提速。锦江股份计划全年新开 900 家, 与 2018 年计划一致, 我们预计其实际开店情况有望超出此前计划。整体来看, 酒店龙头整体保持较快开店节奏, 这一是与中端升级, 产品日趋丰富相关, 二是单体酒店在经济承压时连锁化的意愿强化影响, 三是与管理输出等更加灵活的加盟方式推出等相关。总体来看, 我们预计酒店龙头加速展店尤其加速加盟扩张预计有助于部分对冲今年 RevPAR 方面的压力, 在一定程度上支撑上市龙头持续稳定增长。

表 8: 酒店龙头 2019 年开店计划多数较 2018 年进一步加快

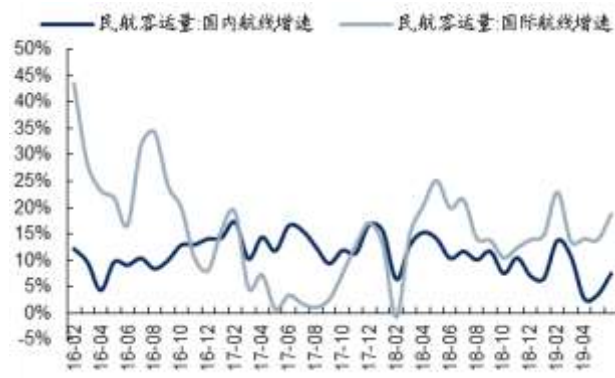
龙头	2019 年开店计划	18 年开店规划	2018 开店情况			2019Q1 开店情况			2019Q1 净增分析	
			开店	关店	净增	开店	关店	净增	加盟	直营
华住	上调开店计划至 1100-1200 家 (此前为 800-900 家), 关店 200-250 家	全年计划新开 650-700 家, 中高端酒店占比 60-65% (390-455 家)	723	239	484	226	60	166	167	-1
锦江	计划新开店 900 家	全年计划新开 900 家, 中高端酒店占比 60-70%	1243	494	749	313	125	188	197	-9
首旅	计划新开门店 800 家, 其中 500-600 家核心品牌, 200-300 家管理输出	全年计划新开 450 家, 中高端酒店占比 50%+	622	285	337	75	63	12	15	-3
格林	计划开设更多旗下无眠以及格林公寓以满足年轻商务旅客的需求	--	554	86	468	102	30	72	71	1

资料来源:公司公告及官网资料, 国信证券经济研究所整理

出境游: 关注下半年相对低基数下数据趋势, 兼顾汇率贬值影响

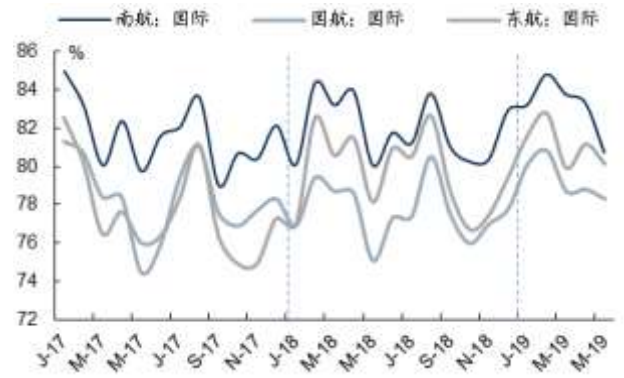
结合我们对民航国际航线客运量的持续跟踪, 2019 年 1-5 月全国民航共完成国际旅客运输量 3020.7 万人, 同比增长 16.5%, 相比 2018 年同期 15.4% 的增速提升 1.1pct, 相比 2018 年下半年增速也有所回升。分季度来看, Q1 国际航线客运量累计同增 16.7%, 4-5 月累计同增 16.3%, 较 Q1 略有放缓。从三大航国际/地区航线客座率变化来看, 2019 年 1-5 月, 南航、国航、东航的国际航线累计客座率分别为 83.2%、79.3%、81.1%, 高于去年同期 (82.3%、77.7%、79.9%), 也高于 2018 年全年 (81.9%、77.7%、79.7%)。

图 31: 2019 年以来全国民航国际航线客运量同比反弹



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 三大航国际航线客座率同比有所提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体看各出境旅游目的地表现, 港澳游及韩国游有所复苏。

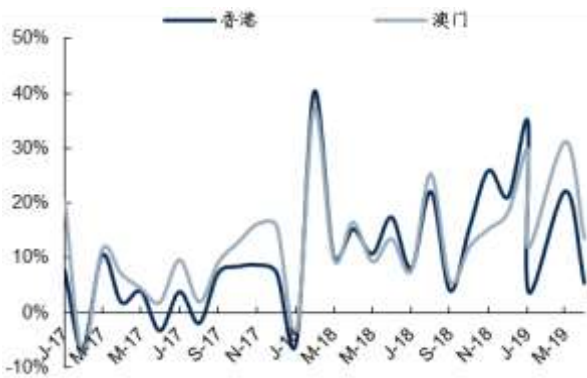
**港澳游:** 受广深港高铁 (2018 年 9 月开通) 及港珠澳大桥开通 (2018 年 10 月) 等影响, 赴港澳游人次同比增速于 2018 年 10 月开始提升, 除今年 2 月、4 月受春节、五一假期阶段扰动外, 一直都维持着高增长态势。2019 年 1-4 月赴港、澳累计人次同比增速分别为 16.1%、21%, 优于去年同期 (13.1%、14.2%)。

**泰国游:** 在去年上半年的高基数背景上 (泰国去年下半年因沉船事件才开始急剧下滑, 此前一直表现突出), 2019 年初至今泰国游表现略显平淡, 1-5 月赴泰游人次累计下滑 4.3%。不过, 考虑到去年 7 月沉船事件导致去年下半年泰国目的地的明显承压, 我们预计在去年下半年的特殊低基数下, 今年下半年泰国线的表现有望恢复性增长。

**日韩游:** 日本游今年以来表现平稳, 在去年高基数的基础上, 1-4 月人次累计实现了 10.2% 的增速。韩国游在低基数下持续反弹, 1-4 月人次累计增长 28.6%。

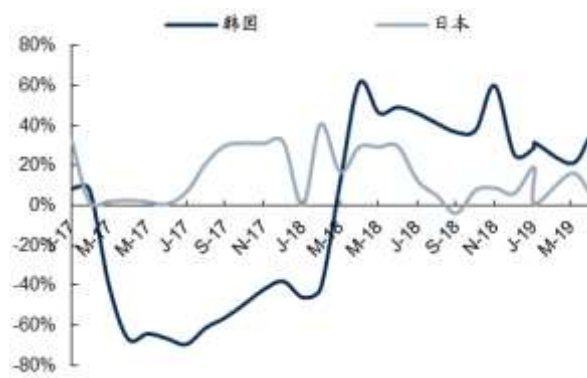
**欧洲游:** 在去年高基数基础上, 2019 年 Q1, 德国游及法国游人次分别同比 -4.9%、+1.8%, 相对平稳。

图 33: 港澳游复苏明显



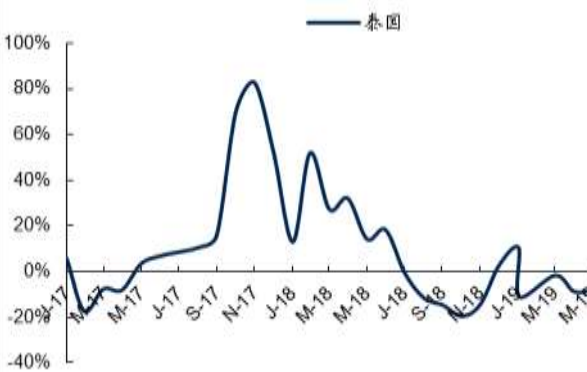
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 赴日游平稳增长, 赴韩游明显复苏



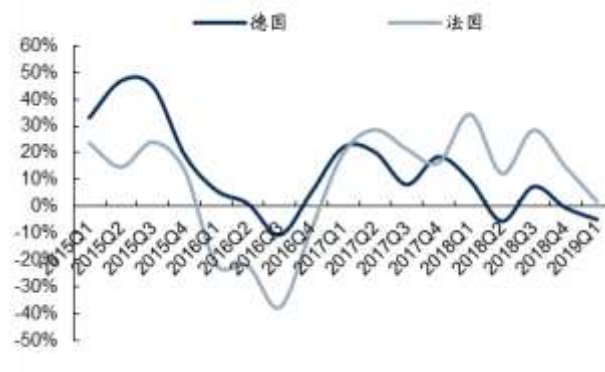
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 泰国游上半年高基数下承压, 预计下半年有望恢复



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

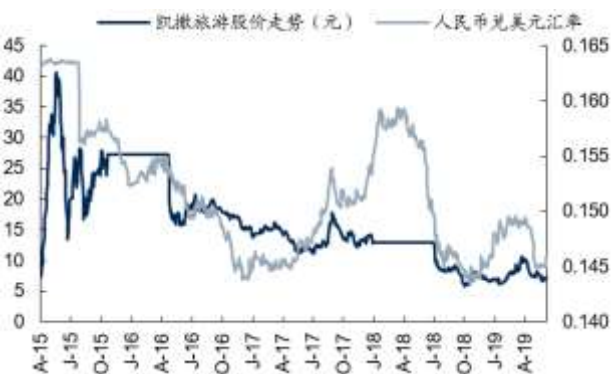
图 36: 欧洲出境游在高基数基础上表现略平淡



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

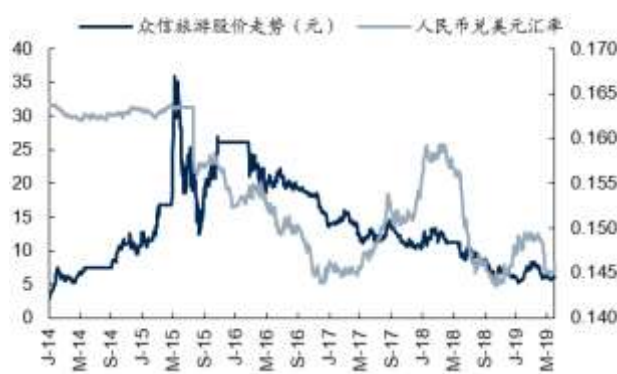
与此同时, 我们建议关注汇率影响。在人民币升值情况下, 从长线趋势而言有助于减少居民出境游成本, 刺激出游热情, 人民币贬值趋势下则情况相反。虽然实际来看, 短期一定幅度内的币值变动影响相对有限, 但对阶段投资情绪也可能产生一定影响。

图 37: 人民币汇率走势与凯撒旅游股价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 人民币汇率走势与众信旅游股价变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 我们建议在兼顾人民币汇率变化趋势的情况下, 中线关注众信旅游和凯撒旅游的后续成长。短期来看, 港澳游泰国线等目的地有望持续复苏, 考虑到去年下半年低基数, 若后续叠加经济企稳, 出境游行业或有望呈现一定复苏弹性。中线来看, 众信旅游作为出境游龙头, 通过加盟模式加速零售渠道下沉, 中线有望提高采购议价能力改善毛利率, 从而提升公司盈利能力。凯撒旅



游的地接+批发+零售产业链一体化模式优势突出,但此前因海航问题持续承压,今年4月海航旅游及一致行动人将所持5.5%股权转让给第三方,目前海航系持股降至30.28%,与凯撒世嘉系(创始人陈小兵系)持股29.97%非常接近,未来公司控股权博弈值得关注。

图 39: 众信旅游业务模式概览



资料来源: 众信旅游官网, 国信证券经济研究所整理

图 40: 凯撒旅游门店布局示意



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**国内景区: 表现有所分化, 自然景区平稳, 关注门票降价进展**

结合今年以来持续跟踪, 清明、五一、端午全国国内旅游接待总人数分别同比增长 10.9%、13.7%和 7.7%, 整体表现相对平稳, 重点景区表现有所分化, 主要受天气及客流瓶颈等影响。除去五一节 4 天的影响, 乌镇客流整体表现平稳; 安徽的黄山等景区清明、五一客流增长较好, 端午受雨水天气影响明显下滑; 武陵源核心景区清明客流+11%, 但五一和端午不同程度下滑; 梵净山受申遗成功影响客流持续爆满; 桂林的漓江及银子岩客流也有所增长。

表 9: 上半年主要节假日重点景区客流表现

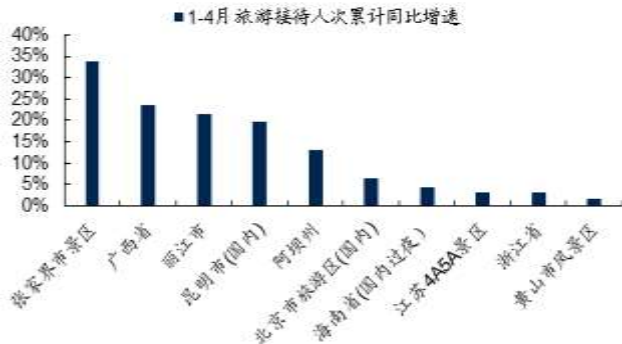
重点景区	清明节		劳动节		端午节	
	客流(万人次)	增速	客流(万人次)	增速	客流(万人次)	增速
三亚免税店(进店人次)			8.66	43.91%		
海口免税店(购物人次)			1.97	68.30%	2.81	34.62%
黄山	6.79	11.39%	11.23	102.80%	2.90	-35.41%
宏村	3.20	5.72%	7.70	2.32%	2.58	-4.80%
西递	1.48	15.78%	4.75	61.52%	1.28	-2.29%
九华山	10.35	0.35%	21.89	21.05%	5.33	2.11%
天柱山	3.65	31.61%	6.85	72.97%	1.24	9.73%
乌镇	15.51	-0.64%	30.44	29.10%	10.00	-9.09%
张家界武陵源景区(一次进山游客)	4.69	11.00%	10.91	-10.20%	3.37	-26.95%
天门山	6.14	24.50%	10.59	8.90%		
黄龙洞	1.08	-32.40%	2.30	0.90%		
蜈支洲岛	2.32	3.39%	3.21	1.20%	1.67	-5.65%
南山	3.97	2.42%	6.62	-18.10%	2.97	-0.34%
天涯海角	3.24	1.30%	4.25	-1.75%	1.81	-7.30%
三亚千古情	4.97	-16.02%	14.71		5.37	5.50%
华山	6.42	-1.91%	11.25	2.00%		
桂林千古情	2.64		6.10			
漓江景区(含排筏)	7.71	54.82%	10.50	-7.00%		
银子岩	4.67	65.02%	3.56	43.91%		
故宫博物院	24.00		32.00	68.30%	21.20	8.16%

资料来源: 各地旅游局、公众号、国信证券经济研究所整理  
注释: 五一增速为 4 天转 3 天后的可比数据

重点省市方面, 张家界市景区表现靓丽, Q1 接待国内游客 1329 万人, 同比增长 33.7%; 广西省 Q1 接待国内游客 1.91 亿人次, 同比增长 23.6%; 其次是云南的丽江市和昆明市, 丽江市 Q1 累计接待游客同增 21.5%、昆明市 1-4 月累

计接待国内游客 19.8%；阿坝州 1-4 月累计接待国内外游客 569 万人次，同比增长 13.1%；江苏 4A5A 景区、浙江省及黄山市风景区接待游客表现相对平稳，仅录得低个位数增长。需要注意的是，从海南的情况来看，海口和三亚机场 Q1 旅客吞吐量分别同比增长 3.5%、6.0%，但 4 月则分别同比下滑 2.1%、2.0%，预计受高温天气来临较早、宏观经济等因素影响淡季下略有承压。

图 41: 1-4 月重点省市国内游接待游客情况



资料来源：各地旅游局，国信证券经济研究所整理  
 注释：张家界、丽江、浙江和广西为 1-3 月累计增速，其他均为 1-4 月累计增速

图 42: 海口及三亚机场旅客吞吐量 4 月出现负增长



资料来源：阳光海南网，国信证券经济研究所整理

表 10: 上半年主要节假日重点省市客流表现

重点省市	清明节		劳动节		端午节	
	客流(万人次)	增速	客流(万人次)	增速	客流(万人次)	增速
北京	616.50	25.40%	685.10	10.50%	580.80	12.10%
重庆	1361.71	12.80%	2559.65	10.60%	1046.58	10.80%
陕西	1825.79	12.39%	4105.11	13.62%	2126.05	11.13%
三亚	16.44	0.58%	22.77	12.02%	13.26	2.99%
四川	2674.95	18.89%	4322.87	40.35%		
安徽	1832.67	9.40%	3652.32	25.14%	1697.81	8.18%
湖北	1967.19	21.12%	3806.60	32.67%	1769.24	13.50%
湖南(端午数据为长沙市)	1368.42	17.55%	2322.31	20.89%	305.11	11.53%
山西	964.69	19.51%	3984.03	13.34%	1822.56	21.38%
甘肃	1360.00	27.10%	1650.00	3.99%	1360.00	27.10%
河南	1437.00	20.30%	3639.12	34.12%	944.20	
广西(清明节包括三月三假期)	1912.08		1508.42	26.11%	940.75	

资料来源：各地旅游局、公众号、国信证券经济研究所整理

此外，需要说明的是，今年 3 月发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》，表明要推进更大范围、更大力度降价，确保降价取得实效。门票降价预计使景区公司短期内业绩承压，建议跟踪门票降价进展。中长线来看，国有景区公司未来重点在于公司治理改善、区域资源整合取得实质进展等。而民营景区相对直接受降价约束较少，经营主观动能较强，考虑目前旅游消费升级趋势，我们未来相对看好类似天目湖等民企背景，有一定外延复制扩张潜力，休闲度假一体化拓展的综合型创收景区成长。

**职业教育：政策利好，渠道及研发优势下，龙头跨赛道扩张值得期待**

结合我们此前《中公教育(002607)-从 1 到 N: 领先的职教平台值得期待》深度报告的分析，相比其他教育行业，职业教育方面政策限制相对较少，且在鼓励就业的大方向下，国内职教领域政策利好频出，行业定位加强，今年 1 月颁布的《国家职业教育改革实施方案》等政策及政府工作报告均不断强化明确鼓励社会力量参与兴办职业教育，我们认为将利好民企职教龙头后续成长。

表 11: 职业教育政策梳理: 持续利好, 鼓励社会化办学一以贯之

时间	政策	主要内容
2005 年 11 月	《国务院大力发展职业教育的决定》	明确职业教育是国家“人才强国”的基本战略之一
2010 年 6 月	《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020 年)》	明确职业教育发展目标, 推进职业教育深化改革, 力争在 2020 年建成现代化职业教育体系, 提出完善高技能人才培养培训体系, 支持发展各类专业化培训机构
2014 年 6 月	《现代职业教育体系建设规划(2014-2020 年)》	分两步走建设职业教育体系: 2015 年, 初步形成现代职业教育体系框架; 2020 年, 基本建成中国特色现代职业教育体系, 大中型企业参与职业教育办学比例达到 80%以上。鼓励多元主体组建职业教育集团, 进一步深化产教融合、校企合作, 推进现代职业教育体系建设
2015 年 6 月	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	
2015 年 10 月	《关于引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》	鼓励高校与企业共建专业
2016 年 12 月	推进职业教育现代化座谈会, 李克强总理关于加快发展现代职业教育的重要批示	确立职业教育在教育体系的重要地位; 办学、管理上大力创新; 提升人才培养质量; 引导社会力量办学; 强化政策支持和监管保障
2017 年 1 月	《国家教育事业发展的第十三个五年规划》	进一步完善现代职业教育体系, 大力发展现代职业教育和继续教育, 加快培养经济社会发展急需人才
2017 年 12 月	《关于深化产教融合的若干意见》	优化职业教育布局, 拓宽企业参与途径。鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革, 允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。
2018 年 2 月	《职业学校校企合作促进办法》	从合作形式、合作内容、政策支持等方面对校企合作进一步作出规定
2018 年 4 月	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	明确“职业技能培训”的现实意义; 将职业院校学生“试创业”实践活动纳入政策支持范围; 开展职业训练院试点工作
2018 年 8 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》	提出实施语言能力、艺术等非学历职业教育培训的机构可以直接申请法人登记
2018 年 12 月	《个人所得税专项附加扣除暂行办法》	<b>对纳税人在接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育时产生的支出, 在取得相关证书的当年, 按照 3600 元定额扣除</b>
2019 年 1 月	《国家职业教育改革实施方案》	实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划; 启动“1+X 证书制度”改革, 实现“育训结合、书证结合”, 培养社会急需的高质量人才
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	推进职业教育与产业发展有机衔接、深度融合; 建设中国特色高水平职业院校和专业; 推进中等职业教育和普通高中教育协调发展; 提升职业教育的服务能力等
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》	深化产教融合; 完善职业教育体系; 健全行业制度标准; 建立国务院职业教育工作联席会议制度; 发展现代农业职业教育等
2019 年 3 月	总理政府工作报告	实施职业技能提升行动…… <b>加快发展现代职业教育, 既有利于缓解当前就业压力, 也是解决高技能人才短缺的战略之举。</b> 改革完善高职院校考试招生办法, 鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考, <b>今年大规模扩招 100 万人。</b> 设立中等职业教育国家奖学金。 <b>支持企业和社会力量兴办职业教育。</b>

资料来源: 国务院, 教育部, 新华网、百度百科等, 国信证券经济研究所整理

从行业市场空间和竞争格局来看, 2017 年职教培训市场规模接近千亿, 行业细分赛道多元, 发展空间广阔; CR5 则仅 10%, 参考细分领域公考培训 CR3 达 38%, 职教培训行业未来市占率提升可期。其中中公教育在资格类培训领域优势突出, 龙头地位凸显。

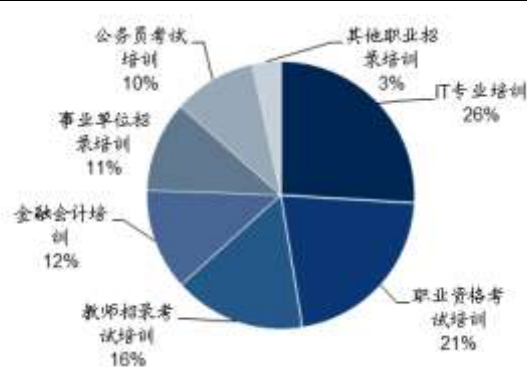
具体到公务员培训考试、事业单位考试培训、教师类考试培训等资格考试培训方面, 由于上述职业相对稳定, 吸引力较大, 因此考试和培训需求相对刚需, 抗周期属性良好, 更多受其招考政策影响。

图 43: 职业教育培训市场收入规模及未来展望



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理  
备注: 事业单位招录培训不含教师和医疗卫生招录培训

图 44: 2017 年职业教育培训市场收入规模拆分



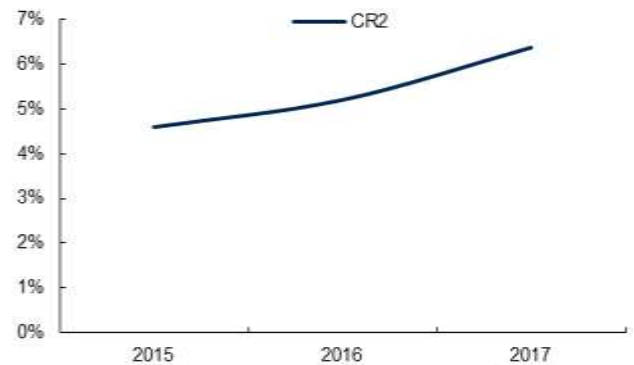
资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图 45: 职业教育培训市场集中度较为分散



资料来源: 弗若斯特沙利文、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 46: 职教行业集中度逐步提高



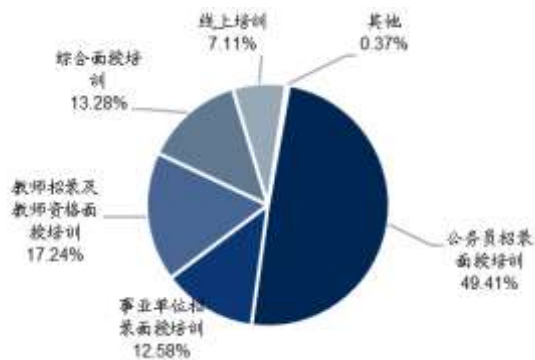
资料来源: 弗若斯特沙利文、公司公告, 国信证券经济研究所整理

**未来看点: 细分业务各具成长看点, 关注跨赛道复制扩张潜力**

**明星业务公考培训, 短期波动, 中长期有望受益于市占率提升。**2019 年机构改革致国考招录规模缩减近 50%(但参考人数仅下滑 19%)、省考规模缩减约 20% (19 年招录规模与 17 年接近, 但报考人数相对 17 年却提升 7%), 预计公考培训行业短期将受抑制, 但随着未来机构改革落地, 招录规模有望企稳回升, 且就业压力的增加使报考规模变动小于缩招。另一方面, 短期波动有望淘汰落后产能, 且竞争的加剧有助于提高参培率及客单价, 公司作为行业龙头, 有望凭借研发、渠道、品牌等优势, 以及渠道迅速下沉, 进一步提升市占率。

**事业单位考试培训受事业单位改革影响有限, 与公考协同效应明显。**结合我们此前深度报告的分析, 事业单位改革力度虽大, 但涉及的职位并不是中公教育的主要业务范畴, 影响非常有限。对标公考培训业务, 考虑到二者间的共性, **短期公司有望凭借自身优势迅速扩展事业单位培训业务, 提高市场份额。**中长期来看, 事业单位招录培训行业的增长也有望同公考一样趋于稳定, 参培率、集中度、客单价等缓慢提升, 事业单位培训业务有望维持平稳增长。

图 47: 2018 年中公教育业务构成



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 国家公务员计划招录人数变化



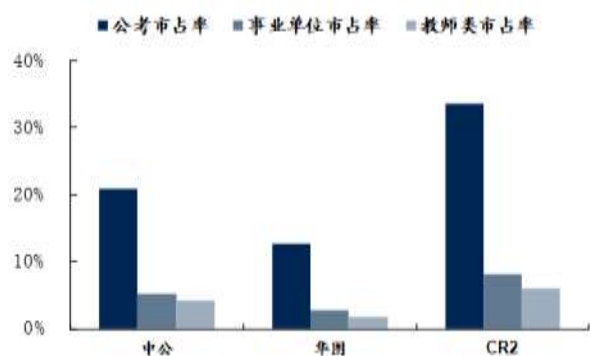
资料来源: 国家公务员局, 国信证券经济研究所整理

**教师类培训业务后来居上, 跨赛道复制扩张值得期待。**伴随教师行业准入规范程度加深, 及 18 年 9 月颁布的《关于规范校外培训机构发展的意见》, 教师类培训需求有望短期爆发。且教师类培训市场规模空间高于公考和事业单位培训, 但集中度却最低 (2017 年 CR2=6.06%), 正处于快速提升期。2018 年教师类培训业务收入同增 61%, 加之 19Q1 的收入高增长, **已初步验证公司跨赛道复制扩张能力。**

整体来看, 公司渠道下沉迅速, 研发支出占比明显高于华图, 增长速度、客单价、市占率也均处于行业领先水平, 龙头地位凸显。短期来看, 预计公考培训有所波动, 事业单位培训稳定快速增长, 教师类培训爆发; 长期来看, 业务结

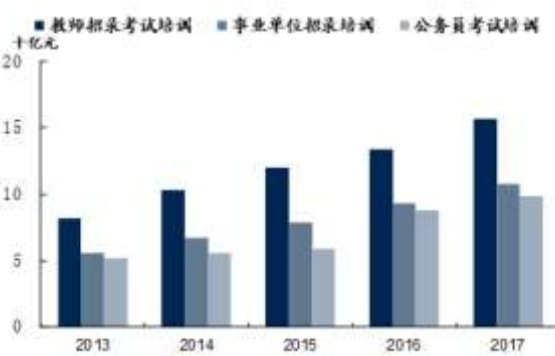
构的调整及跨赛道复制拓展，有望为公司提供坚实的盈利支撑，且中长期城镇化进程及就业压力增大预计促进行业持续增长。

图 49: 中公及华图细分业务市场占有率



资料来源: 中公、华图公告, 国信证券经济研究所整理

图 50: 公考、事业单位及教师招录培训市场收入规模对比

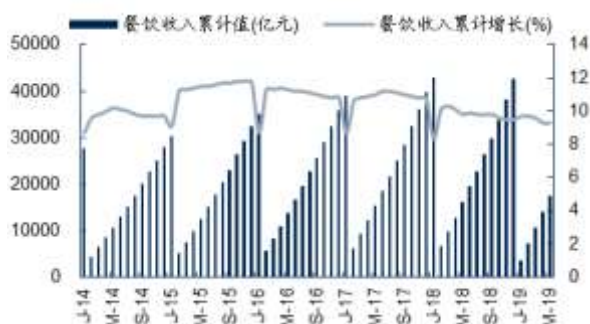


资料来源: 华图招股书, 弗诺斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

**餐饮: 1-5 月餐饮收入累计同增 9.3%，大众餐饮表现较为平稳**

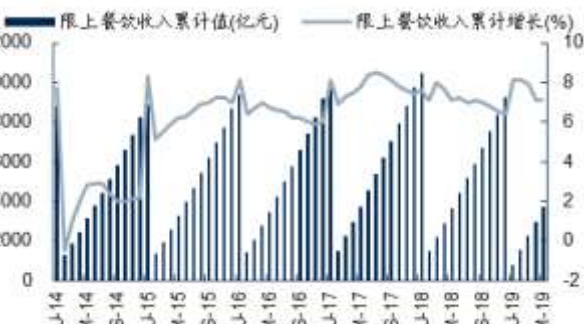
根据国家统计局公布的相关数据，今年 1-5 月餐饮收入累计同比增长 9.3%，高基数基础上，较去年同期 9.8% 的累计增速放缓 0.5pct。其中 Q1 餐饮收入累计同比增长 9.6%，与 2018 年 Q4 的 8.8% 有明显回暖；4、5 月受五一节影响略有波动，同时预计受宏观环境的变化，4-5 月累计同比增长 9.0%，较 Q1 增速放缓 0.67pct。从限上单位消费品零售额情况来看，1-5 月累计增速 7.1%，其中 Q1 同增 7.9%，较 2018 年 Q4 也有所提升。整体来看，大众消费增速仍好于限额以上餐饮收入增长情况。

图 51: 1-5 月社会消费品零售总额餐饮收入累计+9.3%



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 1-2 月国家统计局合并计算增速, 故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

图 52: 1-5 月社零总额限上餐饮收入累计+7.1%

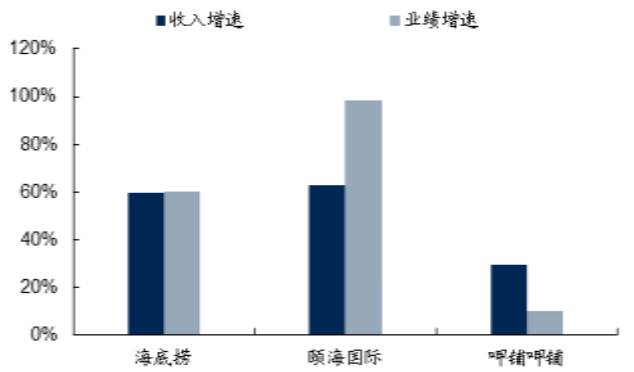


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 1-2 月国家统计局合并计算增速, 故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

个股层面，海底捞及颐海国际在业绩高增长的情况下股价表现靓丽，呷哺呷哺收入业绩增长相对稳健，股价也较平稳。具体来看，海底捞 2018 年收入、净利润分别同增 60%、60%，全年开店 200 家，且开店加速的情况下公司翻台率（5 次/天）及客单价（+3.5%至 101 元）均表现优异；公司自 2018 年 9 月上市至今股价累计上涨 69%。颐海国际作为海底捞的独家供应商，2018 年收入、净利润分别同增 63%、110%。一方面依靠海底捞规模提升的带动；另一方面得益于新产品（自热小火锅等）及渠道下沉经销商的开拓（经销商收入同增 115% 至 12.6 亿元）带来收入和业绩的爆发，2018 年来自海底捞的关联收入占比 43.9%，同比下降 11.7pct，显示其依赖性进一步下降。在靓丽的收入和业绩表现下，2018 年至今股价累计上涨 420%。呷哺呷哺近两年处于新产品模型凑凑不断探索期，叠加成本上升和市场竞争加剧以及去年下半年阶段受“老鼠门”事件影响，近两年增长相对稳健，股价表现也较平稳。未来主要看凑凑等新产

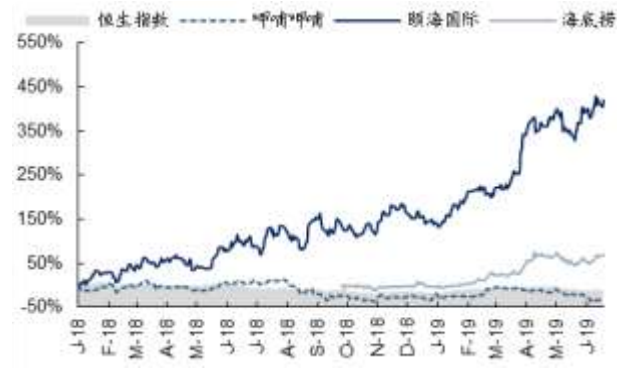
品模型优化的复制扩张及传统呷哺呷哺品牌的持续优化和扩张。

图 53: 海底捞、颐海国际及呷哺呷哺财务表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 54: 海底捞、颐海国际及呷哺呷哺股价涨跌幅表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**博彩: 1-5 月澳门博彩收入累计同减 1.60%，预计受经济承压影响**

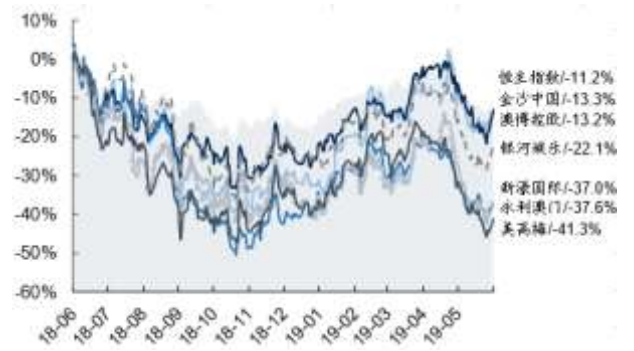
2019 年 1-5 月，澳门博彩累计毛收入为 1257 亿元，同比下滑 1.60%。预计主要受宏观经济承压及澳门室内禁烟政策（尤其影响 VIP 贵宾室业务）等因素影响。与此同时，博彩股股价从去年下半年开始也有所承压，今年 Q1 随着对经济预期的好转，股价表现略有提振，但随后受贸易战及经济表现影响，博彩股又继续承压。

图 55: 2019 年 1-5 月同减 1.60%



资料来源: 澳门博彩监察协调局, 国信证券经济研究所整理

图 56: 博彩龙头 2018 年下半年以来股价表现



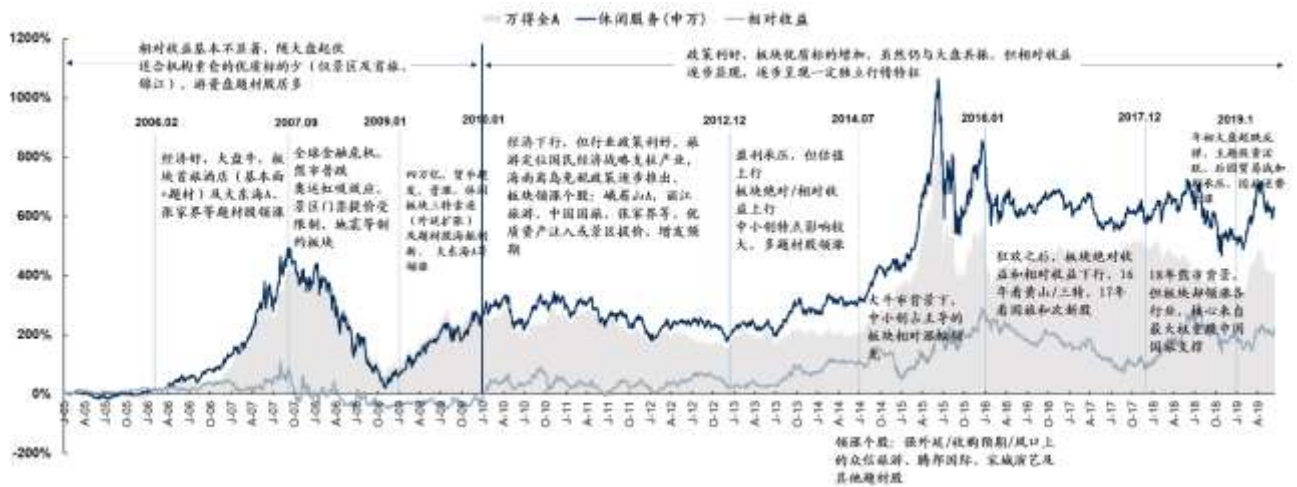
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 中期策略：优质龙头为体，弹性品种为用

### 社服板块历史复盘：风格轮换几起沉浮，优质白马长期胜出

首先，参考我们 2019 年年度投资策略《复盘牛熊鉴成长，拥抱龙头待花开》的分析，从板块 2005 年至 2019 年上半年十余年走势复盘来看：板块 **2010 年后独立行情开始阶段显现**，主要受行业政策、行业规律、交通改善及公司质地等影响。市场风格切换中，题材/成长/价值分阶段称雄，主观动能+业务变化是核心。2013 年中小市值的民企旅游板块活跃（以出境游、互联网概念为代表），推动了 2014、2015 年旅游板块的强劲表现；2016 年底低估值白马龙头投资机会开始显现，**龙头+基本面向好+主观动能释放是驱动个股表现的核心**。2019 年以来，一季度伴随着大盘的超跌反弹，主题投资相对活跃，但 5 月后贸易战加剧影响投资者情绪，板块整体有所调整，优质白马再度逆势崛起。

图 57：餐饮旅游行业 2005-2019 年至今走势复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场风格切换下板块不同于行业轮动，有起有落。牛市关注商业模式与成长潜力，熊市更关注竞争壁垒、业绩兑现与确定性、估值水平。总体来看，拉长长时间轴，虽然宏观经济有起落，市场风格时有切换，但高壁垒、竞争格局占优以及可复制扩张的细分龙头长期仍然胜出。

图 58：过去十年旅游各子板块轮动（蓝色代表阶段股价较强表现）



资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理

说明：横轴系时间轴，标注蓝色即当年获得明显超额收益和绝对收益

**周期性：免税演艺职教相对独立，酒店出境游更具复苏弹性**

结合我们此前报告《社会服务行业周期性专题：物转星移终往复，花落花开会有时》中对旅游板块各子行业的周期性规律的梳理：**免税、演艺成长更为独立，酒店、出境游、餐饮、博彩等周期性相对明显，景区整体平稳，此外结合我们对教育行业等的跟踪，职业教育板块相对受政策限制较少，政策利好，且相对刚需，抗周期稳定较快成长。**

**表 12：各子行业及其龙头周期性表现**

子行业	周期性	特点	下行	复苏	龙头表现
免税	成长独立逻辑更强	品类优势（口红效应）+政策支持	品类优势带来逆周期属性，政策利好加速	成长同样有支撑，政策利好放大效应	受益于行业及政策红利、所处区域发展中国家消费升级红利，并受发展阶段、外延扩张、主观动能等影响
演艺	弱周期	成长期，主要受行业政策、区域事件及新项目影响	看各区域影响情况，新项目有对冲	-	单个项目区域性明显，可通过异地扩张分散风险，多演艺秀模式开拓盈利空间
酒店	顺周期	业绩及估值弹性高，复苏时有望戴维斯双击	RevPAR 承压下对直营业绩影响较大，加盟店扩张相对支撑	直营店占比越高弹性越大，加盟店扩张越快业绩增长越好	估值均处历史低位，安全边际高，当然个股仍需综合基本面及解禁等多因素综合判断
出境游	顺周期	人均 GDP 超 5000 美元后爆发，目前中国出游率较低。二线城市客群增速领跑；目的地表现分化，出国游增速优于港澳游。	一二线客群占主导，二三线城市客群增速领跑；目的地表现分化，出国游增速优于港澳游。	一二线客群占主导，二三线城市客群增速领跑；目的地表现分化，出国游增速优于港澳游。	途易收入顺周期，盈利能力受垂直整合等多因素影响
景区	平稳	稳步增长，自然景区受区域事件驱动，客流瓶颈及门票降价倒逼改革；人文景区可复制扩张，盈利相对有支撑。	稳步增长，自然景区受区域事件驱动，客流瓶颈及门票降价倒逼改革；人文景区可复制扩张，盈利相对有支撑。	稳步增长，自然景区受区域事件驱动，客流瓶颈及门票降价倒逼改革；人文景区可复制扩张，盈利相对有支撑。	稳步增长，自然景区受区域事件驱动，客流瓶颈及门票降价倒逼改革；人文景区可复制扩张，盈利相对有支撑。
餐饮	成长期灵活，成熟期顺周期	人均 GDP5000-10000 美元时快速增长；大众餐饮表现相对较好	伴随经济表现下滑明显	增速迅速重回或高于危机前水平	成长期较灵活，成熟期周期明显，复苏时弹性较好；同时不合理门店扩张及食品质量安全问题制约增长。
博彩	顺周期	中高端可选消费	反应迅速，下滑严重	高弹性，VIP 业务主导复苏	-
职业教育	周期性不显，政策利好	周期性不显，政策利好	周期性不显，政策利好	周期性不显，政策利好	周期性不显，政策利好

资料来源：Moddie report、道略演艺、STR、博彩监察协调局、国家统计局、Wind 等，国信证券经济研究所整理

**免税：**成长较为独立，关键看行业或公司发展阶段及政策影响。全球来看免税行业依托品类优势（口红效应），经济下滑时跌幅明显好于有税。从我国来看，行业优势叠加目前引导消费回流政策支持，在经济下滑时还有望逆势增长，经济复苏时政策弹性有望进一步放大，成长仍然凸显。

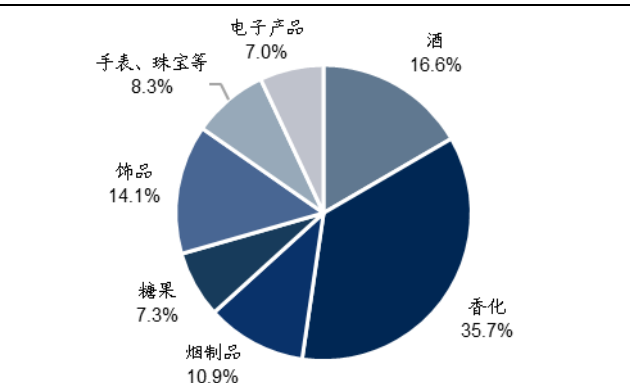
**演艺**主要是受行业政策、区域事件、新项目等因素影响，周期性相对较弱。目前宋城演艺正处于新一轮项目集中开业拓展期，未来几年盈利成长较有支撑。

**图 59：全球免税收入及增速表现**



资料来源：Generation Research、DFWC、Wind，国信证券经济研究所整理

**图 60：2017 年全球免税销售额分品类占比**



资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

经济复苏向上时，**酒店/出境游**往往容易显示出较高的业绩弹性，其中直营占比越高的酒店和包机包房等占比越高的出境游相对越显著（出境游还需看各目的地反弹情况），而经济下滑时则直营店相对承压，需要关注加盟扩张储备或目的地差异对其的补充支撑。**其他：景区**板块整体平稳，人文景区可期复制扩张盈利模式。**餐饮**板块成长期相对稳健，关注大众餐饮。**博彩业**则经济周期性较强，主要是 VIP 波动带来周期表现。

此外，对职教培训龙头而言，目前政策对其盈利成长扩张约束相对较少，同时

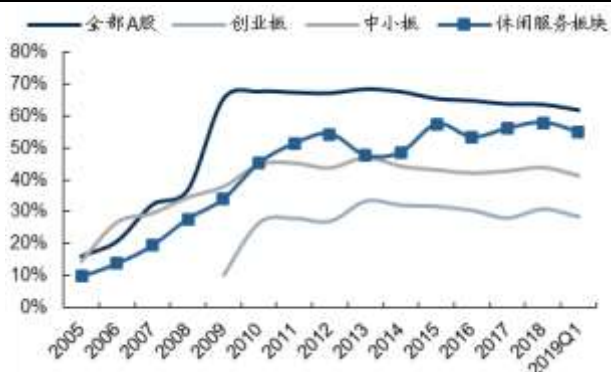


在鼓励就业的背景下政策还有望持续利好。同时，考虑职业教育本身相对刚需属性，因此成长较有支撑，受周期影响较小，更多看自身所处子板块成长及渠道下沉和跨品类扩张带来的成长支撑。

**资金面：A股入富有望带来增量外资，关注其投资偏好对选股思路影响**

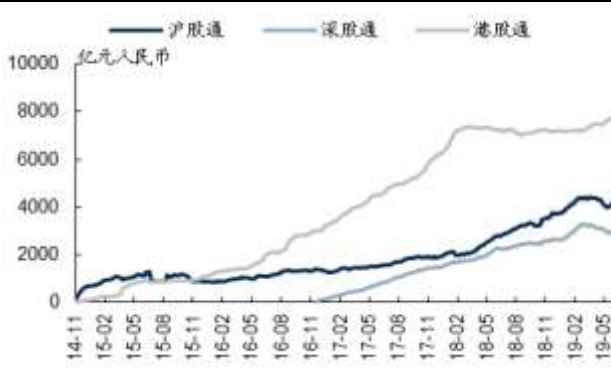
从资金面的角度，首先关注机构持股变化。其实2010年之前，A股的机构持股占全市场上市公司流通股的比重就不断增加，占比逐步达到65%左右，机构话语权的增加使价值&成长股相对受关注。与此同时，2017年以来，A股外资净流入开始逐步增加，从而进一步对A股话语权和持仓风格产生影响，大白马行情的涌现，既有此前估值和业绩自身的轮动，也有外资流入增加和市场学习效应放大外资占比带来的影响。具体看2019年，2019年初外资处于净流入状态，1月1日-4月18日陆股通累计净买入1162亿元，此后受贸易战影响，外资略有流出，但近期外资又有所回流反弹，今年以来截至6月13日，陆股通累计净买入807亿元。

图 61：机构持股占流通股持股比例变化



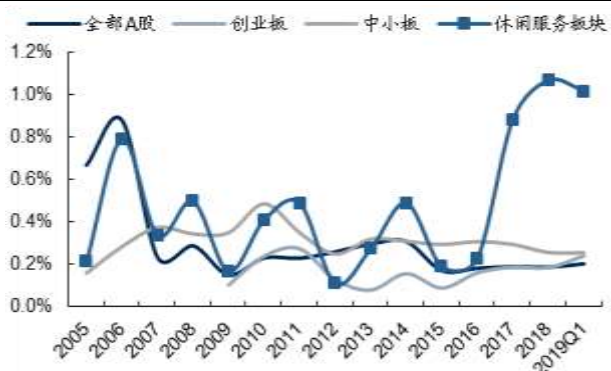
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 62：沪/深股通与港股通资金累计净买入情况



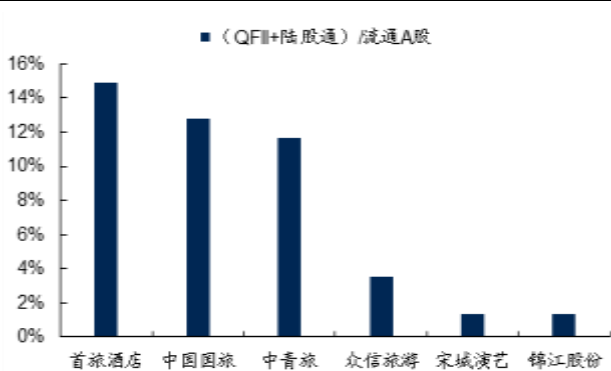
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 63：外资（QFII）持股占流通股持股比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 64：境外资金持股数量占流通 A 股比例（截至 2019Q1）



资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理

**A股入富及 MSCI 扩容，有望带来增量境外资金。**5月28日，MSCI 将指数中的中国大盘 A 股纳入因子从 5%提高至 10%，同时以 10%的纳入因子纳入 18 只中国创业板大盘 A 股。6月24日，A股入富将完成第一阶段的第一步，纳入 20%比例（纳入因子 5%），其中休闲服务板块的上市公司有：**中国国旅、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、中青旅、广州酒家等**。参考国信证券策略团队的分析，首次纳入预计将有 100 亿美元的被动投资资金进入中国 A 股，折合人民币近 700 亿元。此后在今年 9 月及 2020 年 3 月分别纳入 40%、40%，随着纳入比例的增加，还可能会有 500 亿美元的增量资金进入 A 股市场。

表 13: A 股纳入富时指数第一阶段具体安排 (假设一只证券的可投资权重为 28%，可投资市值为 200 亿美元)

	第一步	第二步	第三步
生效日期	2019 年 6 月 24 日开盘	2019 年 9 月 23 日开盘	2020 年 3 月 23 日开盘
比例	20%	40%	40%
A 股被纳入的可投资权重	1.40%	2.80%	2.80%
可投资市值	10 亿美元	20 亿美元	20 亿美元
纳入因子	5%	15%	25%
累计可投资权重	1.40%	4.20%	7%
累计可投资市值	10 亿美元	30 亿美元	50 亿美元

资料来源: FTSE Russell, 国信证券经济研究所整理

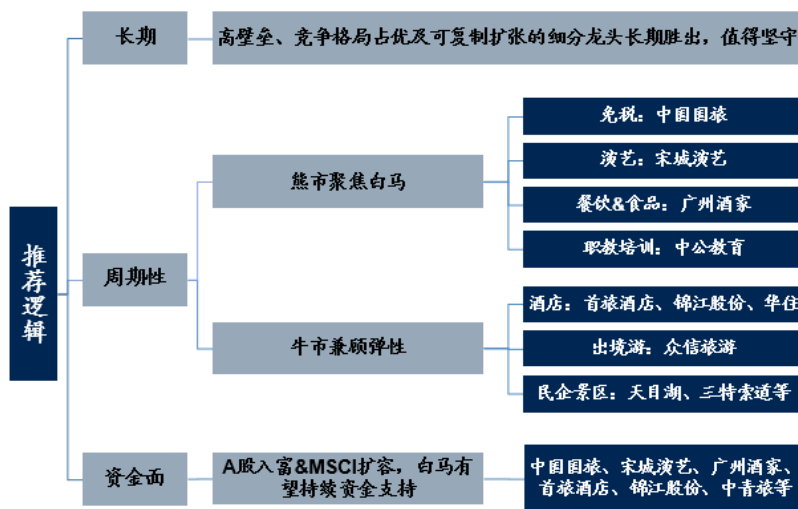
中期投资策略: 优质龙头为体, 弹性品种为用

长期坚守优质白马。首先从社服板块过去十余年复盘可以看出, 虽然宏观经济有起落, 市场风格时有切换, 但高壁垒、竞争格局占优以及可复制扩张的细分龙头长期仍然胜出。换言之, 长期来看, 以合理的价格持续持有相对高壁垒高成长的优质白马相对不失为一个有效的策略。

阶段轮动: 熊市聚焦白马, 牛市可适当兼顾弹性。从板块各子行业的周期特点来看, 免税和演艺成长相对独立, 更多看行业或公司发展阶段、政策等因素, 而酒店、出境游、餐饮、博彩等则存在不同程度的周期属性, 因此, 在经济下滑或市场风格倾向于防御时, 免税龙头依托品类优势和政策支持抗周期凸显, 演艺龙头依托自身项目扩张周期也相对有支撑 (自身项目外延扩张周期带来一定阿尔法属性), 餐饮中则可关注定位大众餐饮, 品牌溢价较强, 本身处于扩张期的部分餐饮龙头, 此外职业教育龙头也相对具有良好的抗周期属性 (相对刚需)。但在市场预期向好, 经济复苏背景下, 酒店、出境游、博彩、餐饮中的优质龙头等的阶段弹性较为显著, 可择机重点关注, 与此同时, 免税本身政策利好效应可以放大, 演艺核心看项目周期等, 职教龙头看渠道扩张和跨品类扩张, 也有一定支撑。

资金面: A 股入富及 MSCI 扩容下外资影响加大, 白马有望持续资金支持。在目前资金面相对偏紧的背景下, 预计 A 股入富及 MSCI 扩容后, 外资仍然是后续增量资金的主要来源之一, 因此我们认为在基本面分析同时需要兼顾外资的选股偏好, 从而有望进行更有效的配置。从外资目前的选股偏好来看, 相对偏重竞争格局相对稳定或高壁垒, 有中长期大逻辑的优质白马标的, 从这个角度, 结合目前外资持股情况, 在社服板块建议关注中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份、广州酒家、中青旅等标的。

图 65: 社服板块 2019 年中期投资策略



资料来源: 公司官网、年报等, 国信证券经济研究所整理

维持行业中线“超配”评级。展望2019年下半年，结合长期白马优势、子行业周期特点及资金面趋势，我们继续建议聚焦相对抗周期和业绩稳定性标的，核心推荐中国国旅（海免有望年内注入，离境市内店陆续落地，国人离境市内店政策预期强化）、宋城演艺（新一轮项目扩张+多剧院演艺集群等）、中公教育（公考是明星业务，短期教师考试培训提供成长新动能，长看考研等新兴市场），同时可以适当兼顾广州酒家（产能逐步释放带来支撑，月饼高性价比盈利良好，速冻较快成长）、科锐国际（灵活用工逆周期高增长，外延短期有支撑）。

若下半年经济逐步企稳且市场风格相对灵活，可择机兼顾有一定向上估值和业绩弹性的投资标的：如连锁酒店龙头：锦江股份、首旅酒店以及美股华住酒店（竞争格局相对稳定，加盟扩张有支撑，经济向好有弹性）、出境游龙头：凯撒旅游（关注大股东股权进展）、众信旅游等以及民企综合性景区龙头天目湖、三特索道等。此外可关注中青旅光大整合实质进展后战略布局。

从中线趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况，2019年中期策略个股重点推荐：中国国旅、宋城演艺、中公教育、首旅酒店、锦江股份、广州酒家、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、天目湖、中青旅、三特索道、黄山旅游、峨眉山A等。

表 14：旅游 2019 年中期投资策略重点推荐标的

公司名称	推荐逻辑
中国国旅	1、强壁垒真成长，中免+日上约占大陆 80%免税市场份额；2、今年年内海免有望注入，海口市内免税店对标三亚空间广阔；3、促进内需和节流外汇使得我们持续强烈看好中国免税业的政策利好方向，国人出境市内店政策预期强化，公司北京青岛厦门大连市内店已经陆续开业，上海店开业临近，做好了充分承接政策的准备。
宋城演艺	国内旅游演艺绝对龙头，未来一看新一轮项目扩张落地成长，二看多剧院演艺集群形式拓展存量项目成长空间，三看新的储备项目落地和全国潜在扩张空间。
中公教育	公考是明星业务，教师资格和上岗考试需求大是目前的成长业务，考研队伍的不断壮大带来未来的新兴市场。具备一定的逆周期特征。
首旅酒店	1、酒店龙头，直营店高占比下受益行业复苏短期弹性较强；2、如家管理层换届背景下整体更加积极主动。3、全年扩张提升，开店目标 800 家，短期需兼顾 RevPAR 走势。
锦江股份	1、国内酒店龙头规模 NO.1；2、国企改革和收购整合的潜力最大；3、加盟扩张有一定支撑。
广州酒家	产能逐步释放带来支撑，月饼高性价比盈利能力较强且今年粮丰园上线仍有一定支撑，速冻产品有望伴随新品研发和产能支撑未来持续较快成长
科锐国际	灵活用工逆周期高增长，外延短期有支撑
众信旅游	关注加盟模式带来零售端新成长，目的地资源整合深化，下半年低基数下业绩弹性有望显现。
凯撒旅游	关注控股权博弈相关进展，出境游综合产业链优势较突出
天目湖	民企综合型景区龙头，现有项目经营效率良好，未来有望异地复制扩张
中青旅	1、乌镇、古北水镇叠加濮院项目（预计 2020 年试营业），中长期业绩有支撑；2、光大入主后有望带来新看点。
三特索道	1、优质项目有望逐步释放活力，盘活资源并处置部分经营较差的资产；2、关注其再融资及证券化。
黄山旅游	景区龙头，估值处于历史底部，未来主要看国企改革和区域资源整合
峨眉山 A	景区龙头，估值处于历史底部，未来主要看国企改革和区域资源整合

资料来源：Wind、公司公告等，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

宏观经济、重大自然灾害，传染疫情及地缘政治波动等系统性风险

上市公司新项目进展可能低于预期

政策利好可能低于预期或政策相对可能不利于上市公司发展

市场竞争加剧导致龙头表现可能低于预期

公司治理风险或国企改革可能低于预期

民企股东减持风险及资金风险

并购商誉风险或长期股权投资减值风险

汇率大幅贬值风险。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-6-25	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	84.52	1.61	2.31	2.57	52.44	36.62	32.94	7.24
300144	宋城演艺	买入	22.36	0.89	0.88	1.04	25.23	25.27	21.44	3.66
002607	中公教育	增持	14.09	0.19	0.26	0.35	75.37	54.43	40.10	2.00
600258	首旅酒店	买入	17.80	0.88	0.93	1.13	20.33	19.05	15.74	1.91
600754	锦江股份	买入	25.01	1.13	1.18	1.34	22.13	21.14	18.66	1.62
603043	广州酒家	买入	30.58	0.95	1.10	1.33	32.19	27.80	22.99	5.61
300662	科锐国际	买入	33.50	0.65	0.90	1.17	51.24	37.32	28.61	6.58
002707	众信旅游	增持	6.12	0.04	0.30	0.36	149.27	20.40	17.00	2.36
000796	凯撒旅游	增持	7.09	0.24	0.36	0.42	29.33	19.72	16.95	2.41
603136	天目湖	增持	21.01	1.29	1.46	1.76	16.29	14.39	11.94	2.84
600138	中青旅	买入	12.93	0.83	0.90	1.05	15.67	14.29	12.33	1.52
002159	三特索道	买入	17.90	0.97	0.28	0.54	18.42	63.01	33.13	2.54
600054	黄山旅游	增持	9.55	0.78	0.51	0.55	12.25	18.76	17.37	1.72
000888	峨眉山A	增持	6.12	0.40	0.39	0.42	15.41	15.55	14.48	1.26
000978	桂林旅游	增持	5.72	0.22	0.28	0.33	25.62	20.76	17.46	1.20
002033	丽江旅游	增持	5.99	0.35	0.24	0.26	17.18	24.70	22.68	1.28

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032