

“空间、壁垒、确定性”共振，
享优质龙头“黄金时代”

——2020年社会服务行业年度策略

安信证券研究中心

社服零售团队 首席分析师

刘文正

SAC执业证书编号：S1450519010001



目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

1.年度复盘：免税、职教、演艺维持高景气

1.1. 社服板块19年初至今上涨18.22%，估值仍处低位

①年初至今涨幅：按申万行业类，19年初至今社服板块涨幅为18.22%，排名第11位；

②行业估值：截止19年11月15日，休闲服务板块PE TTM为34.42x（过去10年均值54.2x），目前估值仍处较低位置。其中酒店子版块为21.66x（过去10年均值48.6x），旅游子版块为37.34x（过去10年均值50.78x），估值均处历史底部。

图1：2019年初至今，社服行业涨幅处于中上游，排名第11位

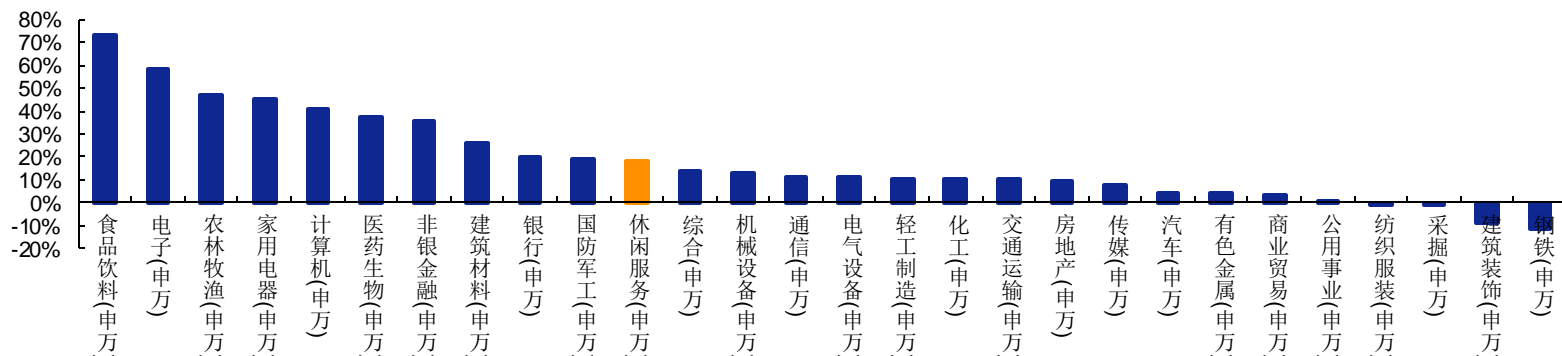
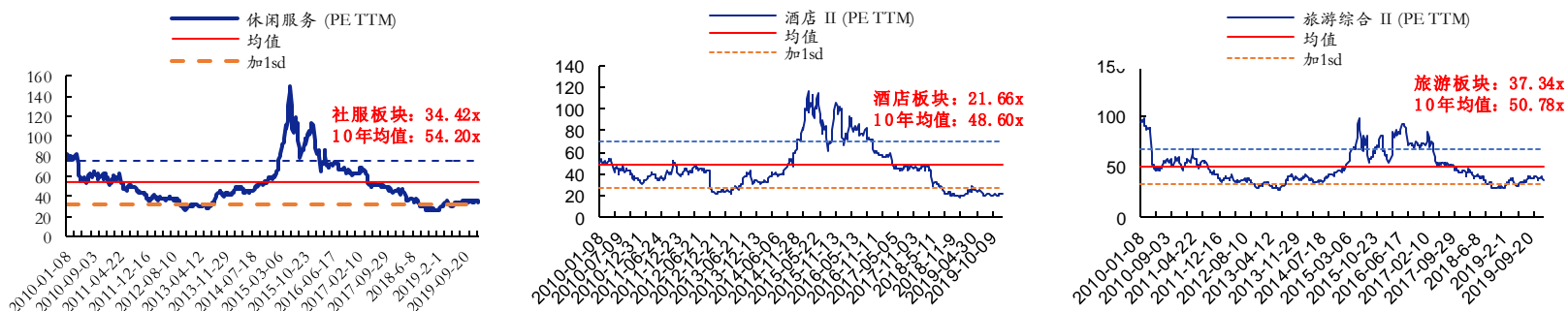


图2：截止19年11月15日，社服板块整体PE TTM为34.42X（过去10年均值54.2x），酒店、旅游等子版块均处历史估值底部



1.2. 社服板块19Q1-3继续高成长，中长期景气度延续

- **19Q1-Q3各子板块营收增速：**人服(+80.14%)>职业教育(+47.67%)>自然景区(+8.53%)>餐饮(+6.44%)>酒店(+6.20%)>免税(+4.35%)>休闲景区(+3.08%)>出境游(-10.26%)；免税（中国国旅）收入下滑主要系国旅总社出表所致，剔除国旅总社出表影响，19Q1-3中国国旅营收增速约43%，归母扣非净利增速29%；19Q3单季营收增速约21%，归母扣非净利增速约22%，公司收入稳定增长，盈利能力保持平稳，行业继续维持高景气度。职业教育板块包含：中公教育及中国东方教育；
- **19Q1-Q3各子板块归母净利增速：**职业教育(+77.15%)>免税(+55.09%)>人服(+24.81%)>休闲景区(+7.13%)>自然景区(-10.59%)>餐饮(-16.18%)>出境游(-75.89%)

图3：2019Q3餐饮旅游板块整体完成营收1046.37亿元

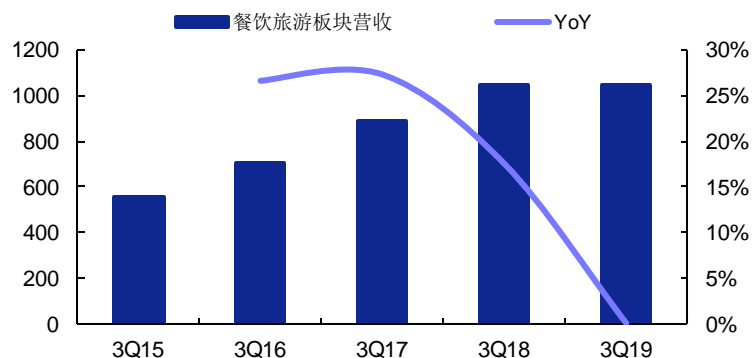


图4：2019Q3餐饮旅游板块归母净利增速5.44%

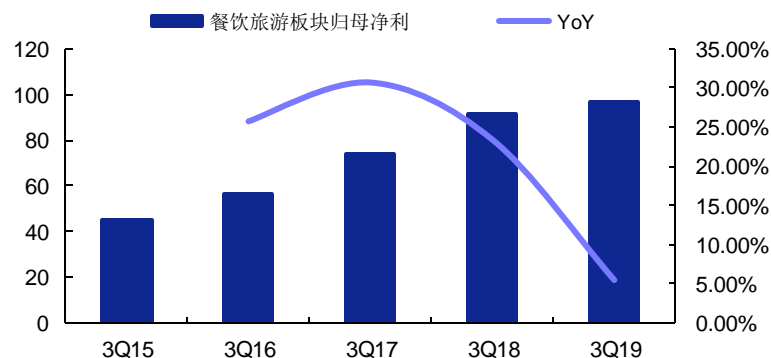


图5：2019Q1-2019Q3各子版块单季营收增速

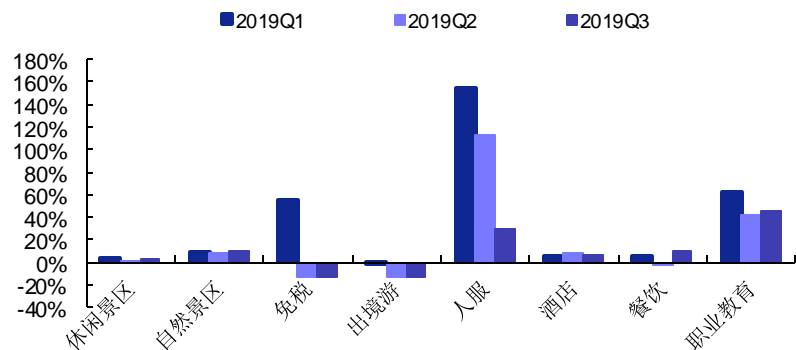
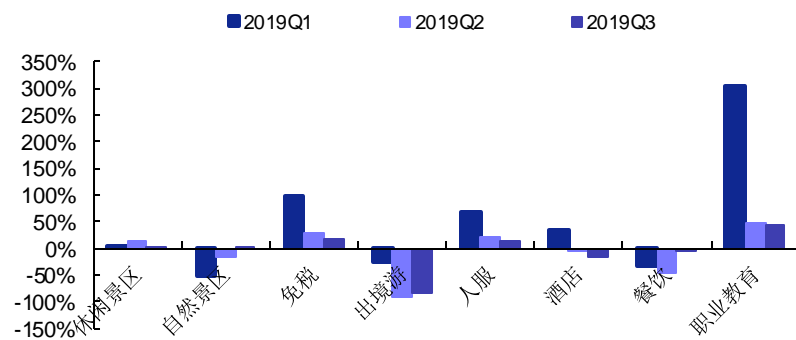


图6：2019Q1-2019Q3各子版块单季归母净利增速



1. 投资策略：中长期景气延续，优选高成长龙头

1.3. 19Q3基金持仓：社服整体小幅提升，在历史均值以上

①19Q3社服板块来看：社服板块19Q3基金持仓比例环比19Q2小幅上升0.23pct至1.69%，29个中信二级行业中排名第14位；从现有持仓相对历史均值比对来看，社服板块19Q3持仓高于历史均值0.57pct。

②社服行业：基金重仓股票的统计口径下，首旅、宋城在19Q3基金持股占比环比19Q2提升显著。1) 19Q3环比19Q2提升标的：首旅酒店（1.25%增至2.13%）、宋城演艺（10.11%增至14.59%）、大连圣亚（0.03%增至0.19%）、三特索道（0.13%增至0.16%）。2) 19Q3环比19Q2下降标的：中国国旅（5.48%下降至5.25%）、中公教育（20.62%下降至20.60%）、科锐国际（10.77%下降至4.17%）、锦江股份（2.87%下降至2.56%）、广州酒家（4.36%下降至2.61%）、中青旅（0.17%下降至0.04%）、众信旅游（1.52%下降至0.07%）、黄山旅游（0.81%下降至0.04%）。

图7：从19Q3基金持仓环比变动来看：19Q3社服板块总基金持仓环比上升0.23个百分点，在中信的29个分类行业中为第14名；

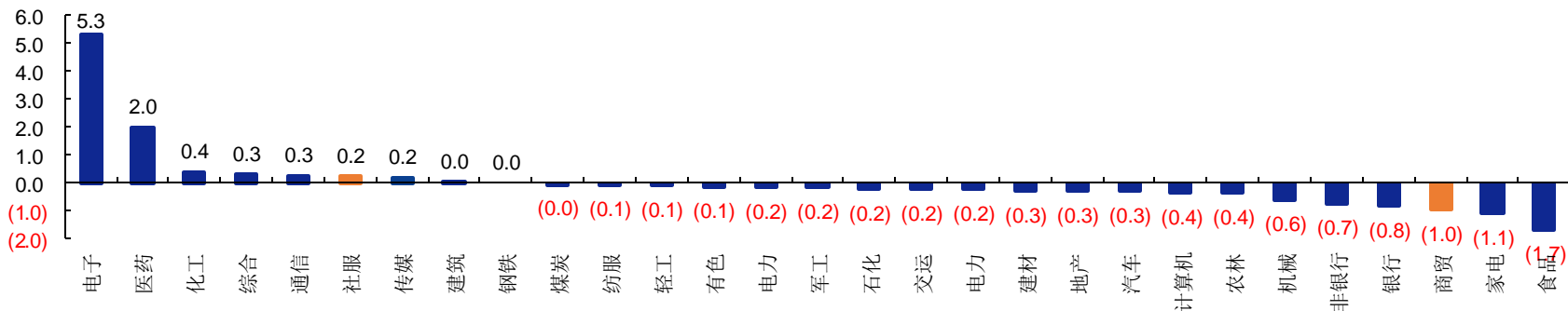


图8：中信行业分类：餐饮旅游板块的17Q2-19Q3各季度基金持仓比例

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	历史均值	历史最大值	历史最小值
商贸零售	2.41%	1.81%	2.03%	2.06%	1.77%	2.90%	2.07%	2.31%	1.36%	1.68%	3.62%	0.46%
餐饮旅游	0.85%	0.67%	0.64%	1.03%	1.56%	1.57%	1.12%	1.46%	1.69%	1.12%	2.44%	0.39%

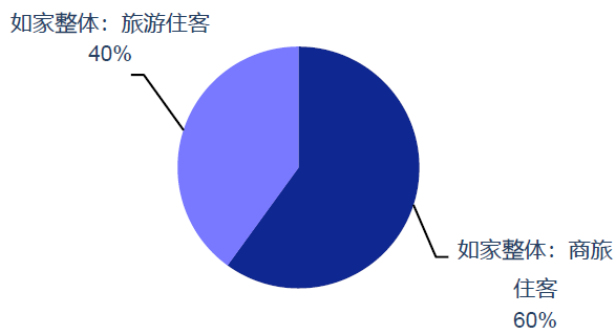
目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
- 2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显**
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

2.宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显

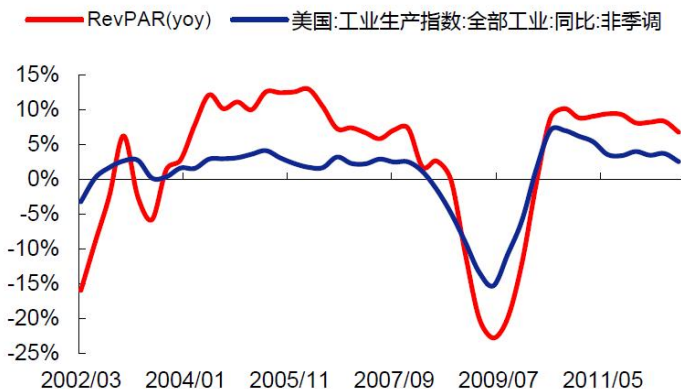
2.1 酒店数据与宏观高度相关且同步表现

图13：如家整体酒店的住客：约60%为商务出差



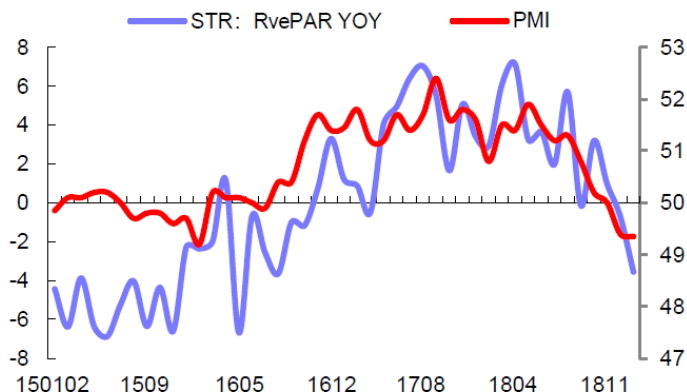
资料来源：如家统计数据

图15：美国 RevPAR YOY 与工业生产指数联动显著



资料来源：STR, Bloomberg

图14：国内酒店 RevPAR YOY 和 PMI 具有一定相关性



资料来源：STR, 国家统计局, 安信证券研究中心

图16：美国酒店 RevPAR YOY 与 IP 的调整R方高达0.76

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

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

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

资料来源：STR, Eviews

2.宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显

2.1 免税与宏观消费能力无显著协同性，国内免税购物能力保持强劲

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

图17：全球免税销售额与奢侈品销售额并无显著协同性

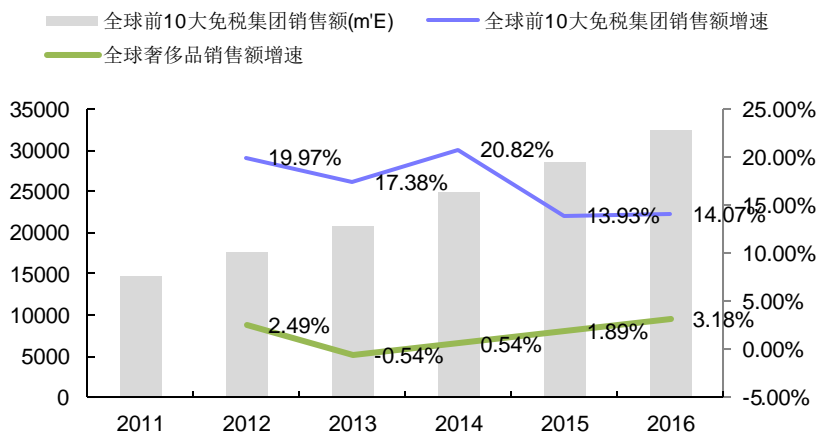
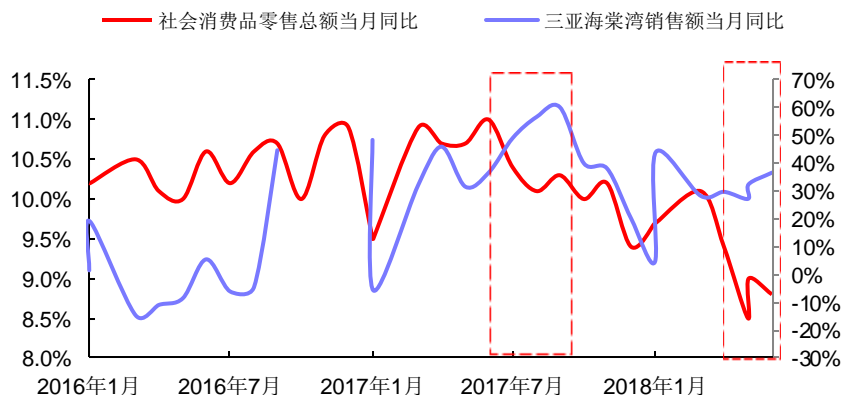


图18：三亚海棠湾免税销售额与社会消费品零售总额无显著协同性



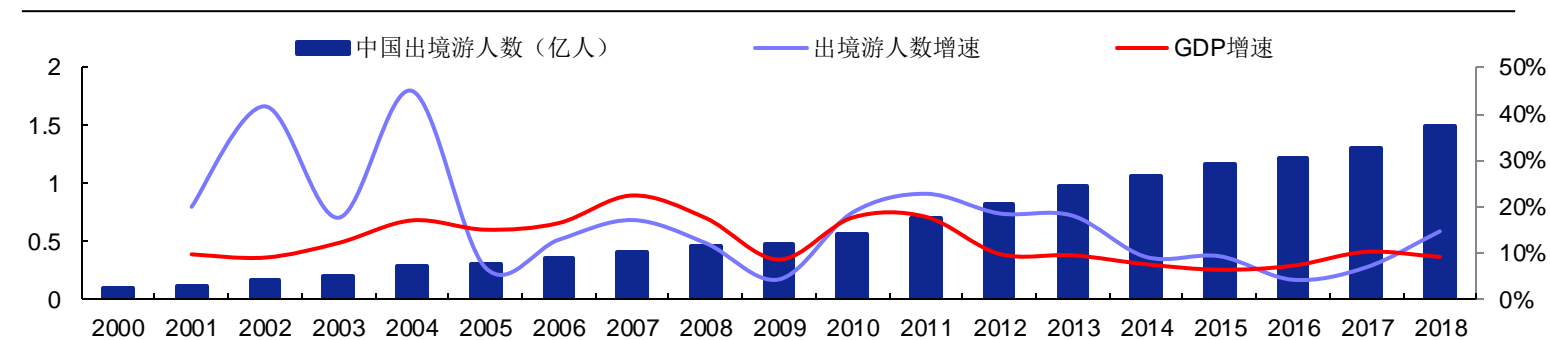
资料来源：Moodie Report, Wind, , 安信证券研究中心

资料来源：Wind, 海关数据, 安信证券研究中心

2.宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显

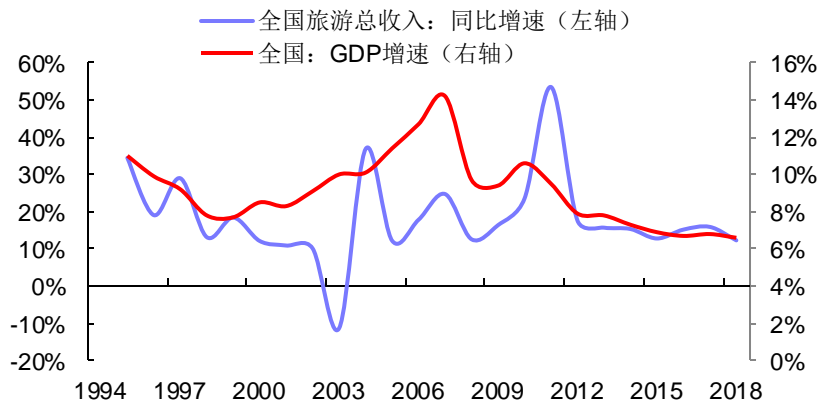
2.1 出境游人次增速与GDP增速相关性较强，国内游与GDP增速相关性不大，餐饮与PMI具备一定相关性

图19：国内出境游人数与GDP增速对比，两者呈现一定相关性



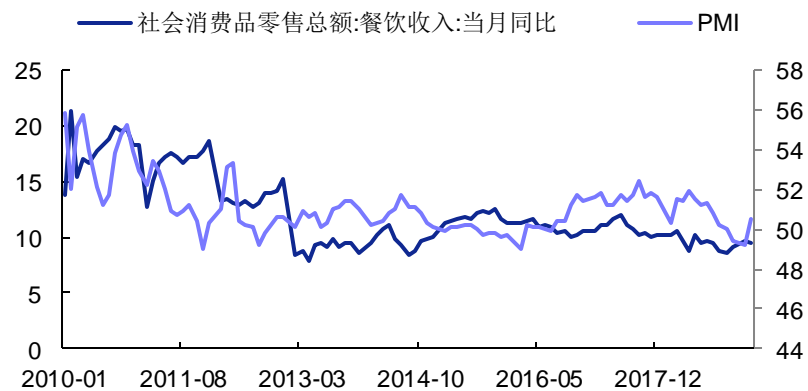
资料来源：国家旅游局, Wind, 安信证券研究中心

图20：国内旅游收入增速与GDP相关性不大



资料来源：国家统计局

图21：国内餐饮收入与PMI走势具备一定相关性



资料来源：国家统计局

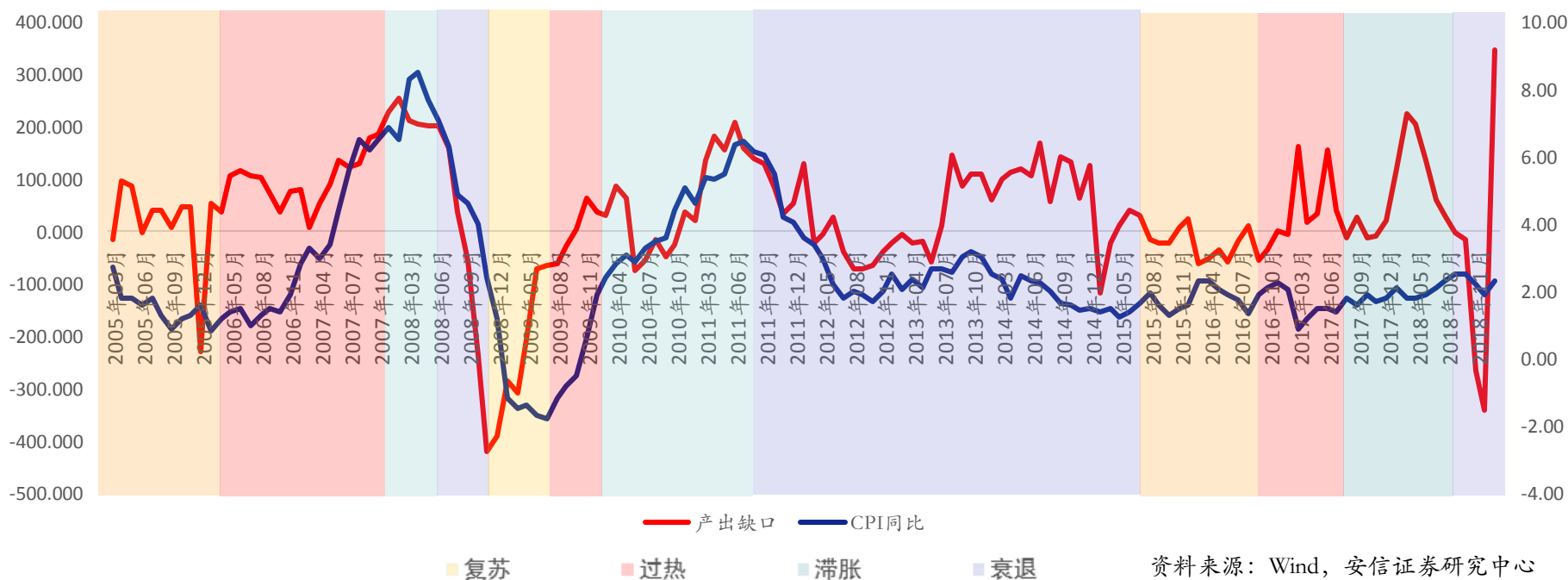
2.宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显

2.2 美林时钟看社服：酒店顺周期，人服与餐饮抗周期

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

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

图22：依据投资时钟理论的中国宏观经济阶段划分



*经济阶段划分尚有较大分歧，本文的划分仅供参考。

2.宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显

2.2 美林时钟看社服：酒店顺周期，人服与餐饮抗周期

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

表1：各版块不同阶段绝对收益率

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

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表2：各版块不同阶段相对收益率（相对于沪深300指数）

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

资料来源：Wind，安信证券研究中心

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

目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

餐饮旅游产业链未来趋势剖析

慢变量

消费能力：人均可支配收入+中产阶级人数有望持续增长



代际更替：90、00后成消费主力，相比父辈更愿意在餐饮旅游支出



人口回流：未来城镇化率仍将持续提升，但二三线人口开始回流，推动休闲消费下沉

三大基础慢变量：共同驱动餐饮旅游行业需求的长期增长+产品升级+下沉三四线

短期影响因子：1) 宏观周期、2) 目的地不可抗因素、3) 免税政策

吃

餐饮：连锁化推进，火锅、咖啡、茶饮、快餐有望孵化龙头

住

酒店：中高端产品占比持续提升、经济型酒店升级改造持续推广

游

景区：由过去单一观光游向休闲游、品质游、个性游、网红游等升级

购

免税：市内免税逐步放开，增量空间大；行业整合推进，利好中免发展

娱

演艺：旅游演艺和城市演艺有效供给不足，需求潜力大

快变量

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

OTA（携程、艺龙、美团）、旅行社（国内游&出境游）

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

团客



散客

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

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

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

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

图23：人均可支配收入与人均旅游支出趋势基本一致，且2011年人均超过5000美元后，人均旅游支出加速增长，符合发达国家经验

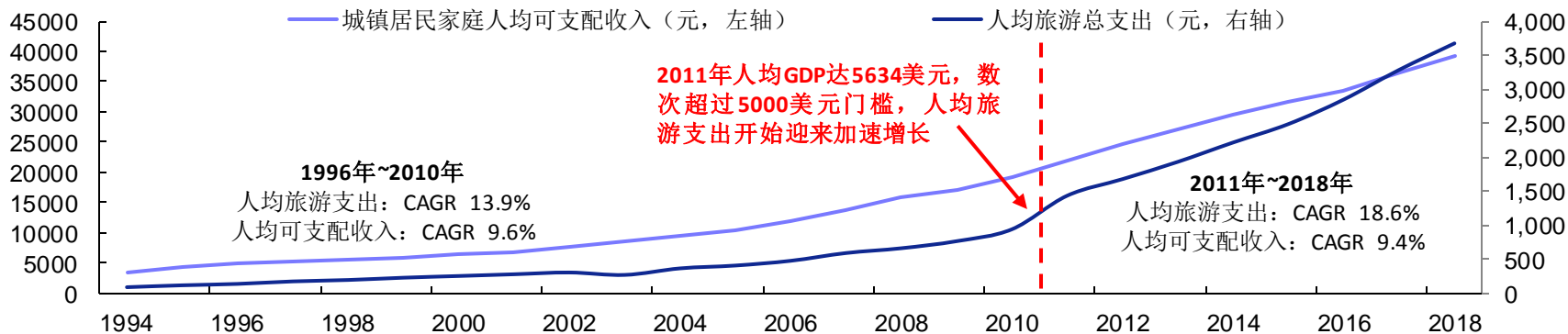
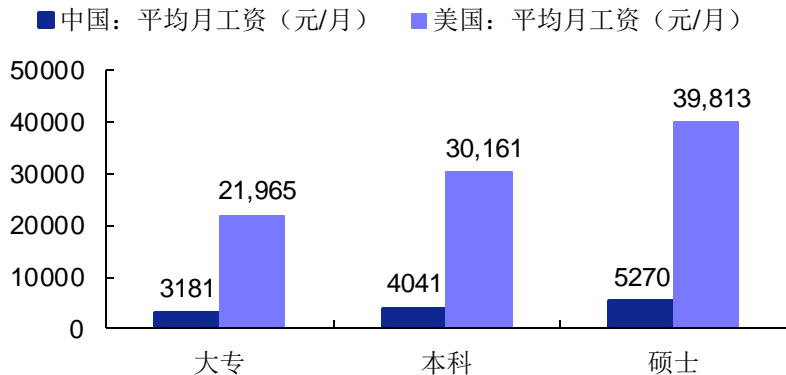
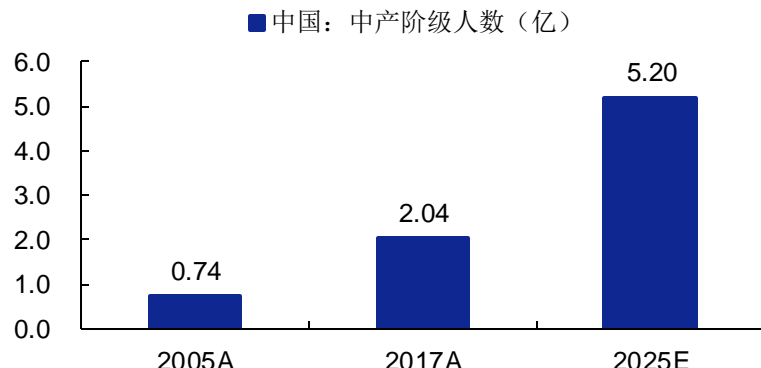


图24：工程师红利：国内高学历人才与美国成本优势明显



资料来源：《2018中国大学生就业质量研究》，美国劳动局

图25：17年国内中产阶级人数占比15%，与发达国家80%差距大



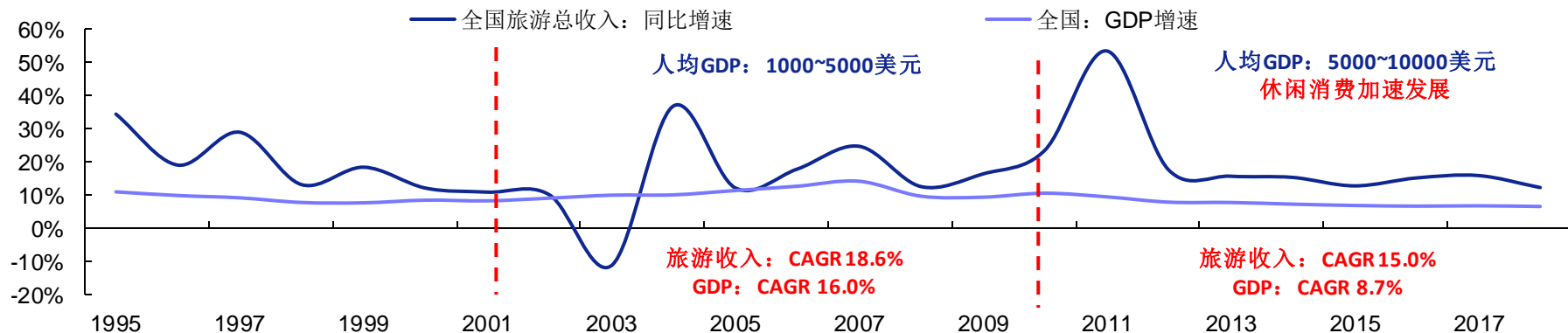
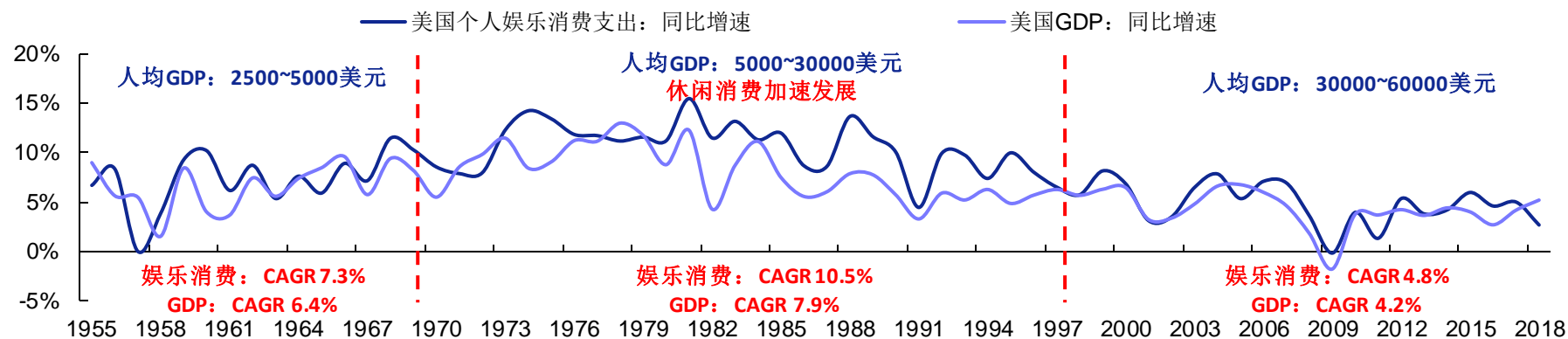
资料来源：Credit Suisse测算、麦肯锡测算

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

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

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

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



3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

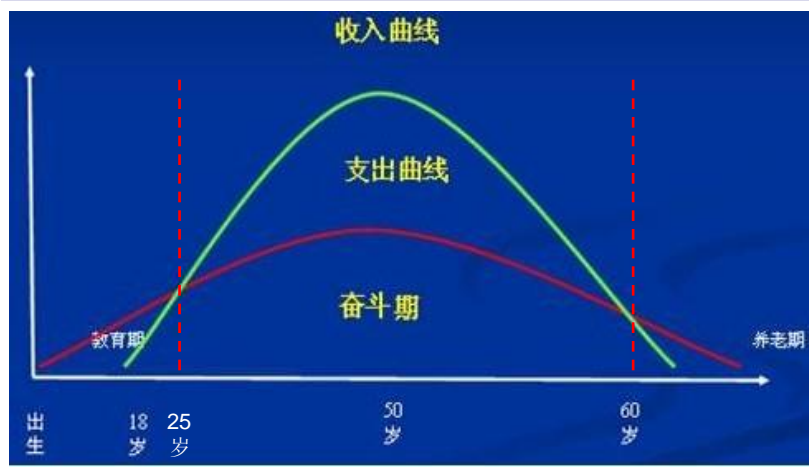
- 慢变量二 (5~10年的影响因素)：代际变迁，影响餐饮旅游消费偏好

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

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

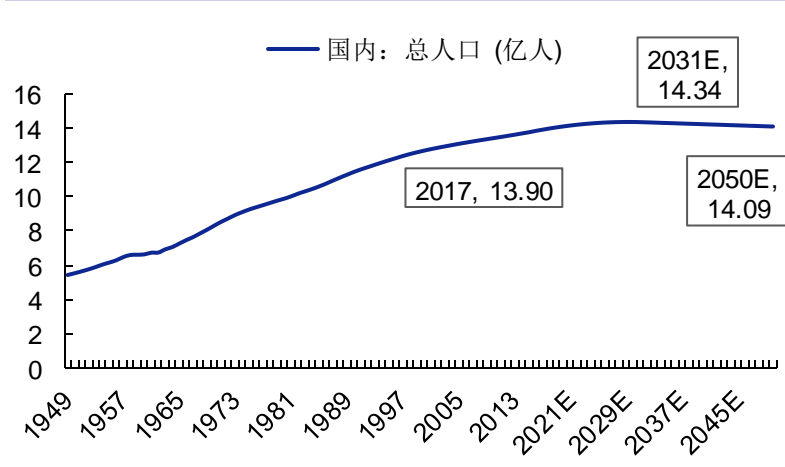
第一批90后在2015年起已开始迈入25岁的消费黄金年龄，60后则纷纷退休且消费支出开始下滑。我们认为未来10年影响休闲消费市场的核心变量不再是消费者持续增多，而是消费偏好的变迁。90后和00后相比60和70后更加注重个性化、品质化、超前和杠杆消费、以及自由行，将开始对上游要素商和中游分销商产生深远和持续的影响。

图26：根据生命周期消费理论，25岁~60岁为消费支出的高峰期



资料来源：安信证券研究中心整理

图27：国内人口出生率持续走低，2019~2030年人口增速逐步放缓



资料来源：联合国人口署

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

图28：由于妇女生育年龄多在23~35岁，因此90后和00后显著下滑的出生人口使得2015~2030年的人口出生人数相比过去将持续走低

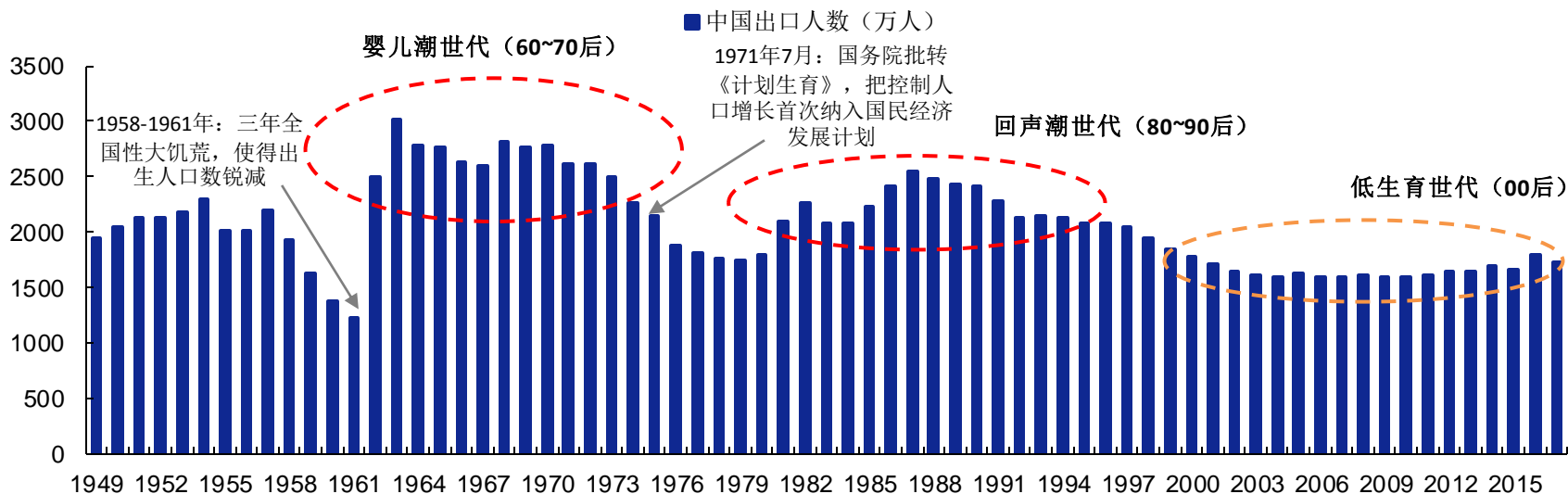
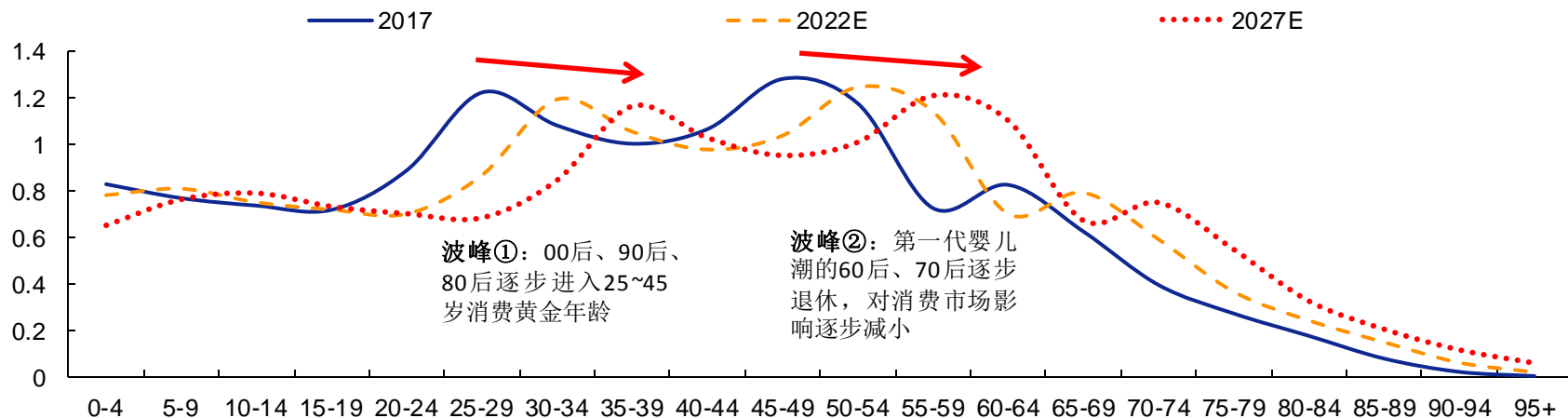


图29：根据生命消费周期理论、各年龄段人口推演，90后已逐步2015年开始成为休闲消费主力，60后已开始逐步退出，转向养老需求





资料来源：国家统计局、安信证券研究中心整理及测算

3.1 三大慢变量：收入提升+代际更替+人口回流

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

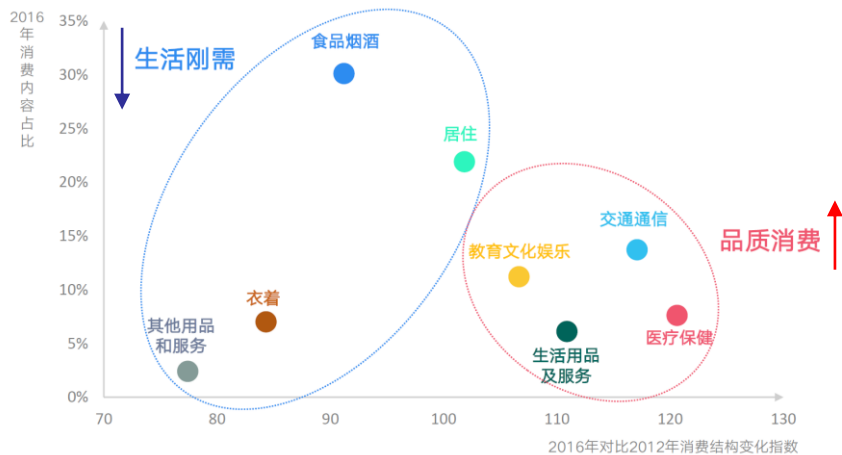
我国现阶段与七八十年代日本的社会发展情况十分类似（第三消费时代）

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

资料来源：TalkingData，安信证券研究中心整理

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

图30：16年与12年相比，居民消费中刚需占比下降，品质消费提升



资料来源：TalkingData

图32：消费偏好来看，90后在吃喝玩乐上比70、80后更愿意花钱

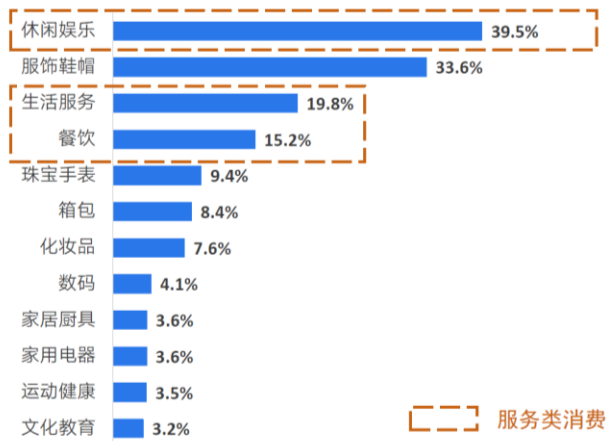


17年信用消费金额增速（超前消费）：

- ①90后：+70%
- ②80后：+61%
- ③70后：+56%

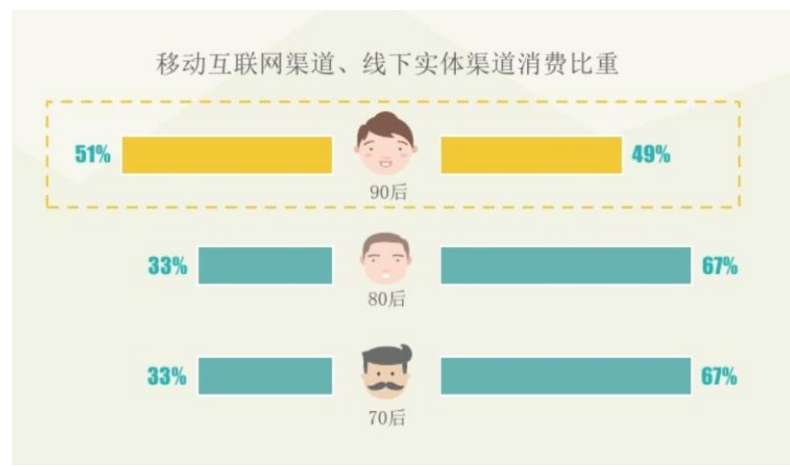
资料来源：商战ABC、中国银联&京东金融数据中心

图31：90后新生代的消费品类分布中，休闲娱乐已升至第一位



资料来源：TalkingData

图33：90后新生代引领消费互联网化，线上消费已超过线下



资料来源：《2017年消费升级大数据报告》

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

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

图34：北上常住人口数2011年增速下滑，17年开始出现负增长

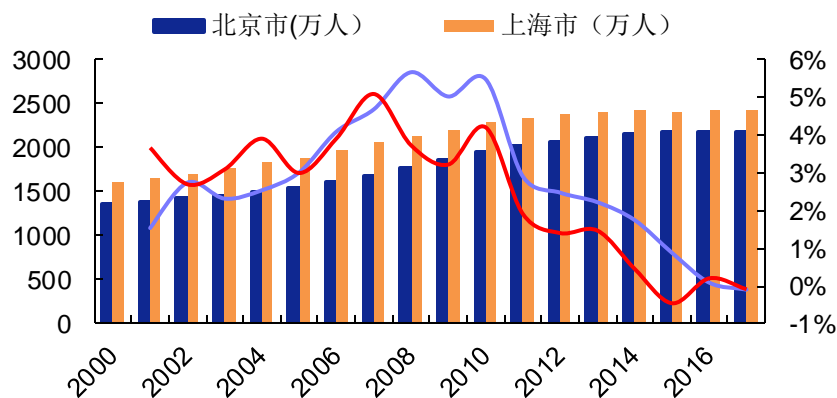
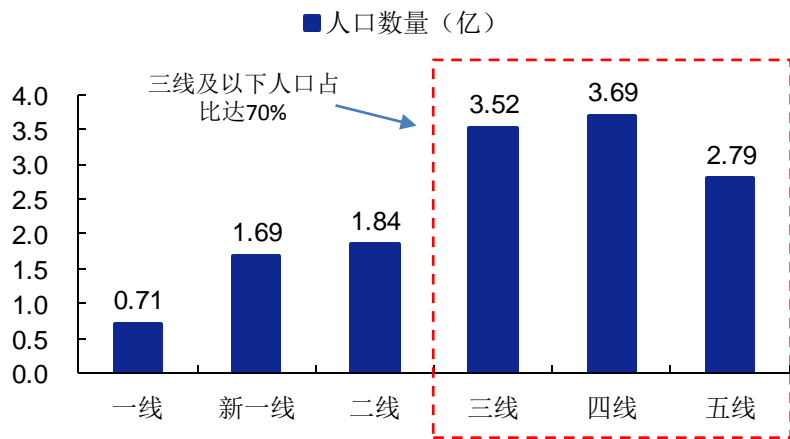


图36：三线及以下人口占总数70%，长尾市场潜力大



资料来源：第一财经，联合国人口署

图35：二三线城市人口持续增多，推动消费的下沉

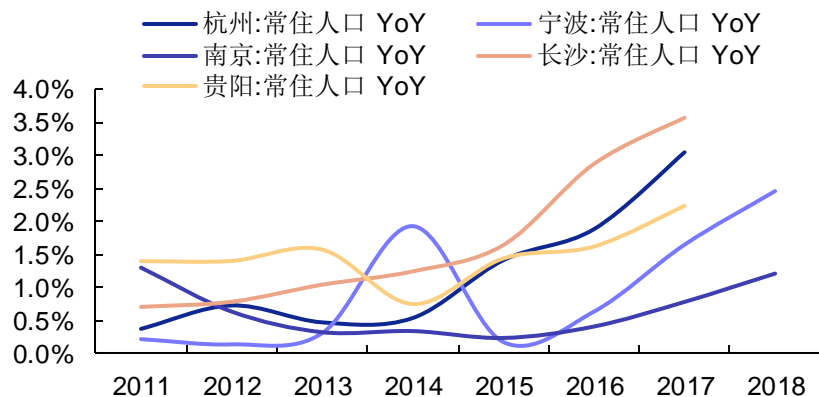
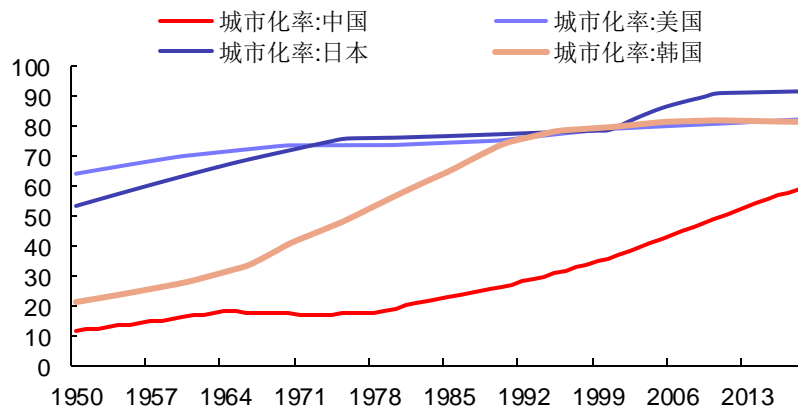


图37：三线及以下人口占总数70%，长尾市场潜力大

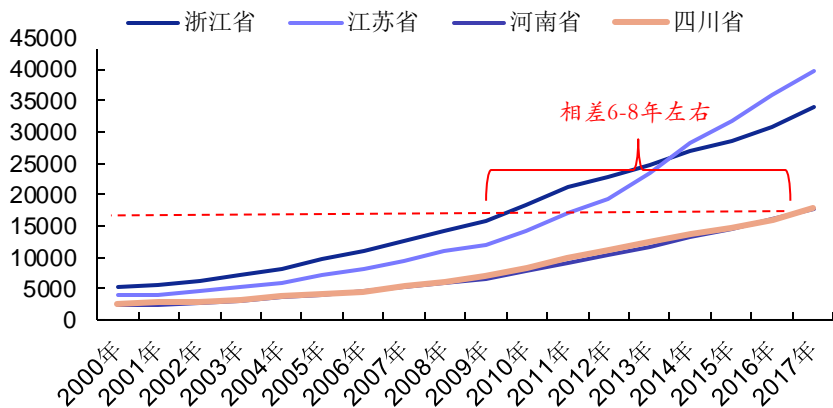


资料来源：联合国

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

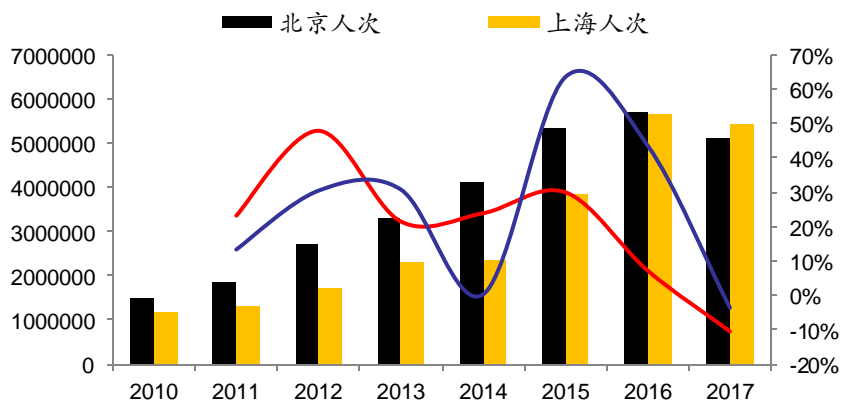
出境游：众信、腾邦、携程等均加大线下门店及渠道等在二三四线城市的布局，挖掘增量红利。2017年一线城市旅行社组织出境游出现负增长以天津、杭州、南京、宁波、重庆和大连为例，二线城市出境游渗透率稳步提高。整体而言（包括天津、杭州、南京、宁波、重庆、大连、成都、东莞、佛山），样本二线城市出境游渗透率稳步提高，已由2012年的3.87%提升至2016年的7.72%。

图38：中西部省份人均可支配收入和东部差距6~8年左右



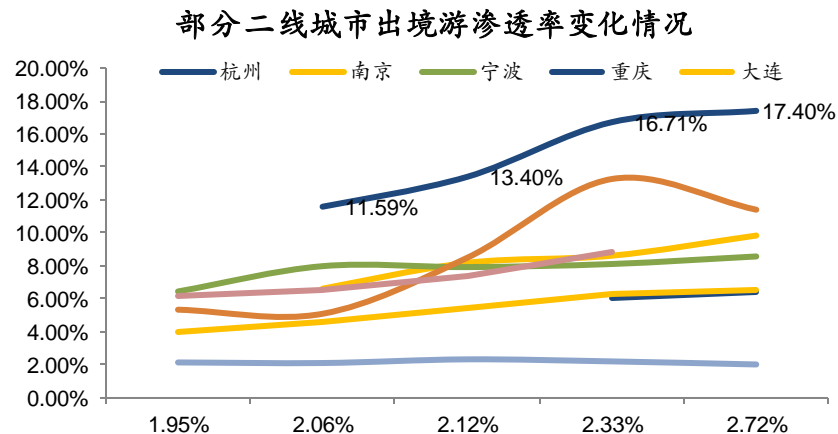
资料来源：国家统计局

图40：17年北京、上海旅行社组织出境游人数首次出现负增长



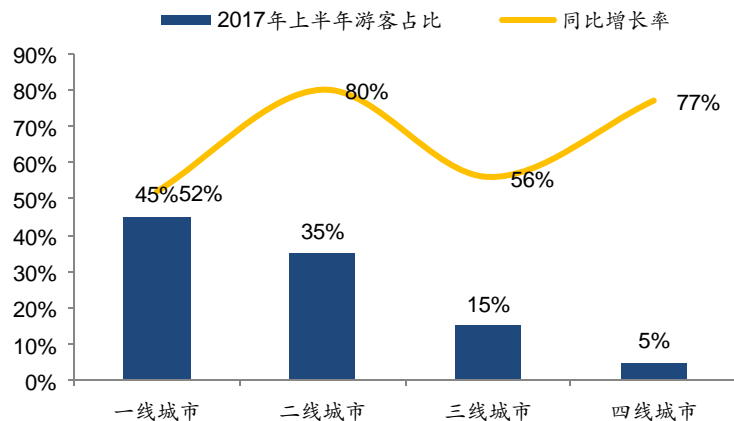
资料来源：携程旅游，安信证券研究中心

图39：中高端酒店下沉：二线城市已开始成为核心布局领域



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心测算

图41：从17H1欧洲游数据来看，出境游向二三四线城市加速渗透

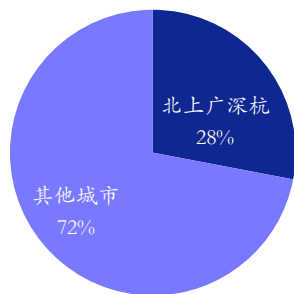


资料来源：携程旅游，安信证券研究中心

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

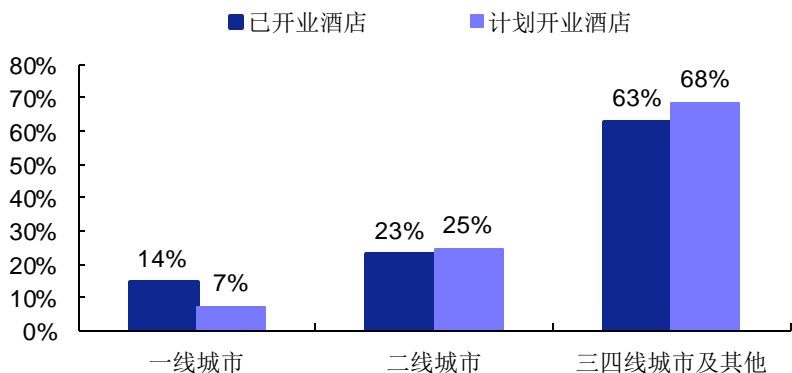
➤ 连锁酒店：一线城市连锁化率已处高位+物业数量相对有限，中档酒店&经济型plus下沉二三线城市为未来3~5年趋势。

图42：华住酒店在北上广深一线城市布局就已达28%



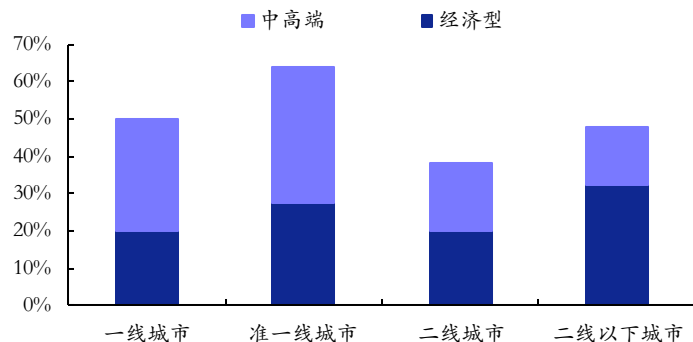
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图44：格林酒店Pipeline酒店中二三四线占比更高，验证下沉趋势



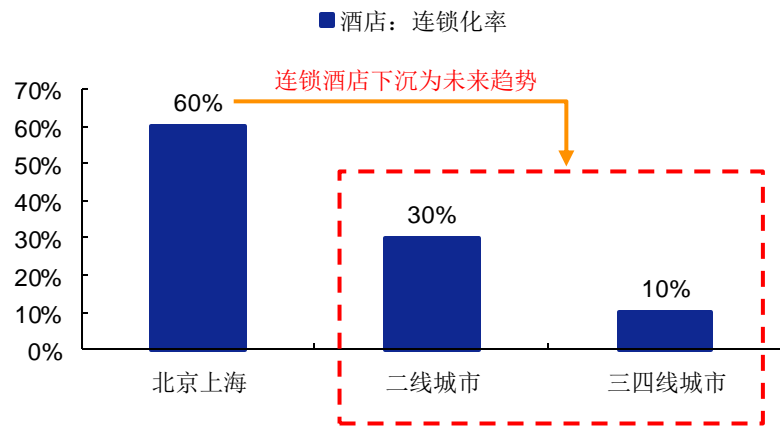
资料来源：格林酒店招股书，安信证券研究中心整理

图43：首旅酒店中高端酒店一二线占比较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图45：中高端酒店下沉：二线城市已开始成为核心布局领域

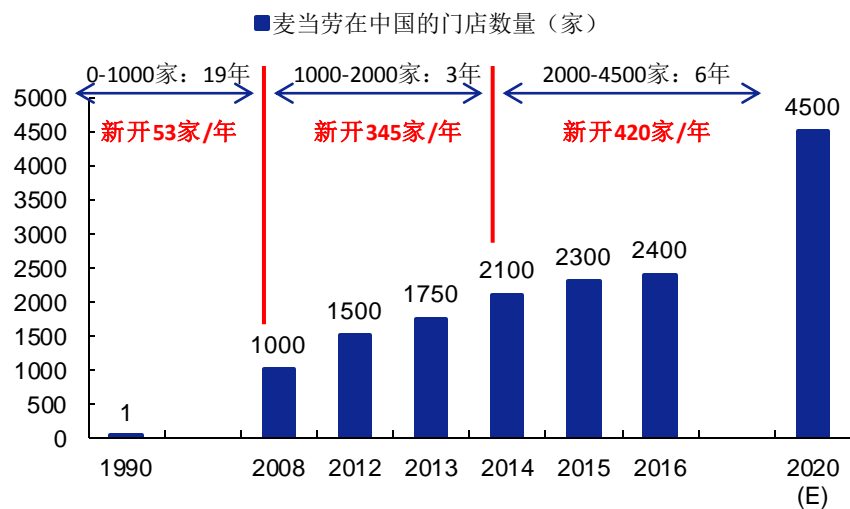


资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心测算

3.2.1 吃：连锁化推进，火锅、咖啡孵化龙头

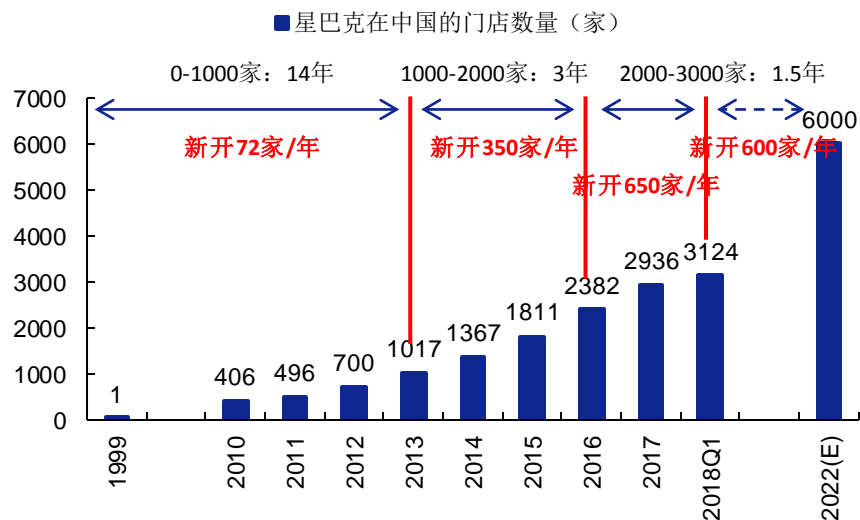
- 上游要素商（吃——餐饮）：行业连锁化率依旧低，品牌下沉下火锅、咖啡、茶饮、快餐有望孵化龙头
- 餐饮业生命周期：从餐饮连锁企业的成长路径来看，可以总结为0-100家门店的所需时间最长（品牌积累、供应链打通、人才储备等均较慢）、100-1000家门店以上时扩张速度往往持续加速的状态（规模优势开始显现，且逐步强化）。e.g：麦当劳、星巴克在第0-1000家门店的扩张时分别花了19年和14年，而第1000-2000家时仅花3年时间。海底捞在第0-146家门店花了26年，但19-21年有望新增800家门店。
- 国内餐饮行业品牌化率依旧很低，CR50合计市占率仅4.91%，而美国达到27.72%，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

图46：麦当劳在中国开了1000家门店后，展店显著提速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图47：星巴克在中国开了1000家门店后，展店显著提速

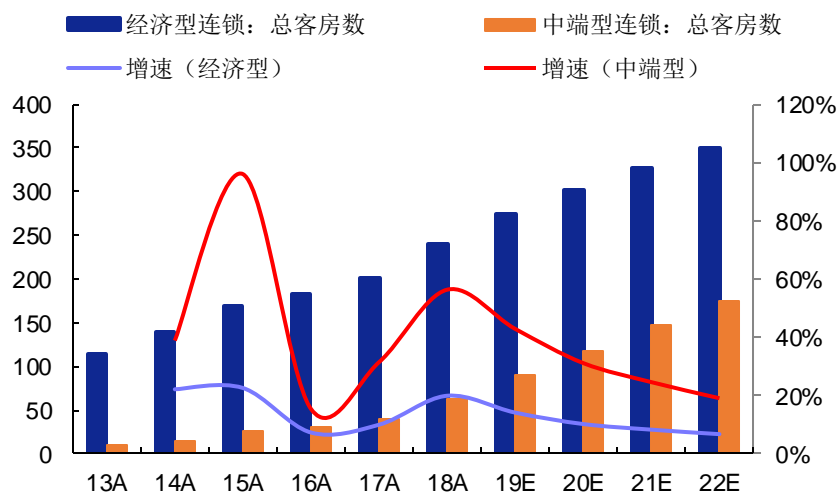


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.2 住：中高端发力+经济型升级，品质化提升

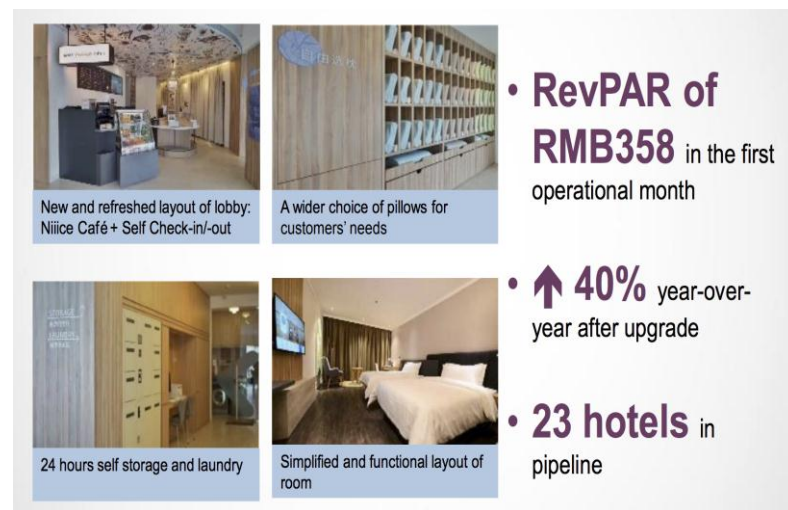
- 上游要素商（住——酒店）：三大慢变量持续推动酒店中高端发力+经济型升级，行业迎来品牌化提升
- 中高端酒店下沉二三线，有望继续快速发展：中高端酒店在2014年以华住的“全季”面世以来，行业至18年仍旧保持高速增长（18年行业总客房增速达56%），我们预计2019-22年复合增速可至29%，约占未来4年有限服务型连锁酒店客房增量的50%以上（明细参见酒店行业深度《繁荣伊始，迎提价之风》）。
- 经济型酒店升级成“经济型+”，推动存量RevPAR提升：华住经济型主力品牌——汉庭在2017年提出3年改造90%存量门店至“汉庭 2.0”，有望持续推动经济型产品升级；首旅经济型主力品牌——如家在2018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

图48：未来5年，中端酒店有望继续快速增多，占总增量50%+



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心测算

图49：华住经济型品牌汉庭升级改造后，RevPAR增幅可达40%

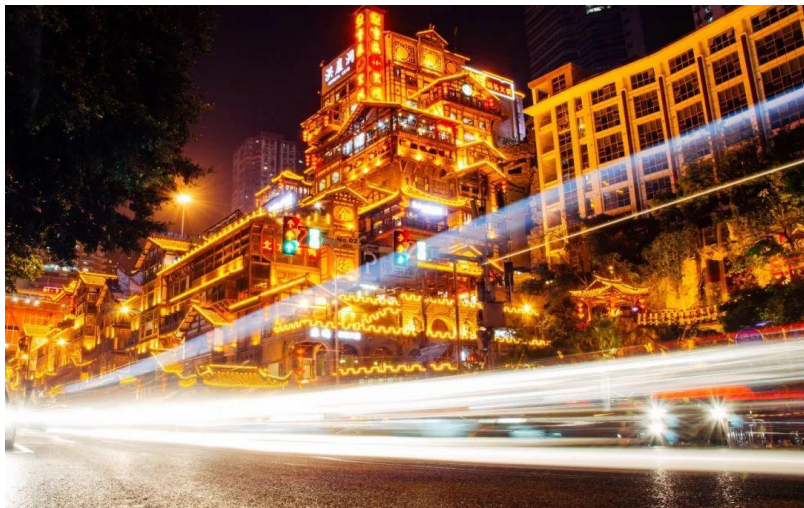


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.3 游：观光游向休闲游、品质游、网红游升级

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

图50：网红游：18年在抖音种草下，重庆洪崖洞热度仅次于故宫



资料来源：摄影部落

图51：网红游：稻城亚丁受益社交营销流量，成为旅游热门目的地



资料来源：摄影部落

3.2.3 游： 观光游向休闲游、 品质游、 网红游升级

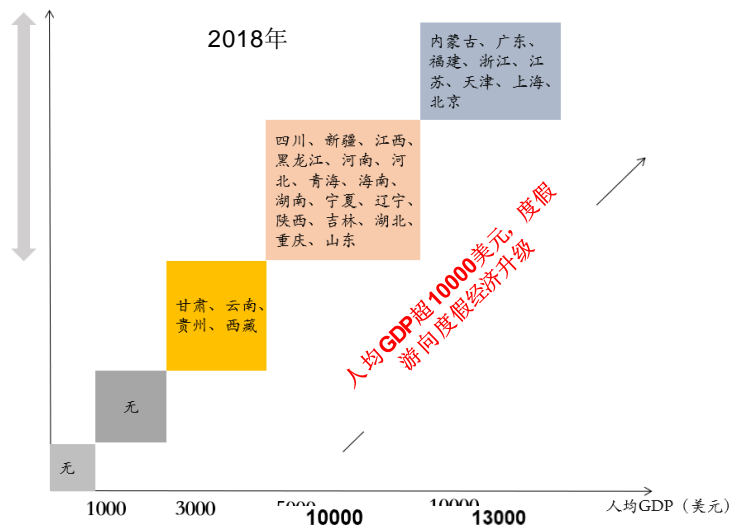
- 上游要素商（游——景区）：人均GDP超过10000美元门槛，旅游开始向综合度假游品质化升级

表 3: 度假经济趋势下，A 股各景区上市公司已纷纷开始升级转型

公司	新消费场景打造
中青旅	①乌镇转型会展小镇，承办合众新能源企业中期战略会暨哪吒汽车首秀、2018 歌薇 CZ 跃型耀色大赏、中国国际名城经典车拉力赛等活动。 ②乌镇开设纸艺及手作课堂、古波斯诗抄本特展、老电影配音秀等特色活动吸引学生。 ③古北水镇推出长城踏春季、昆虫乐队表演、春季运动会、花艺课堂等主题活动。
峨眉山 A	“只有峨眉山”演艺项目已在2019年9月上演，进一步丰富了景区业态内容，增强了休闲游属性
黄山旅游	①一山一水一村一窟外延； ②开设特色小镇项目谋划“旅游+ 电商”、“旅游+ 文旅”、“旅游+ 演艺”； ③在石窟中引入 VR, AR 打造新体验。

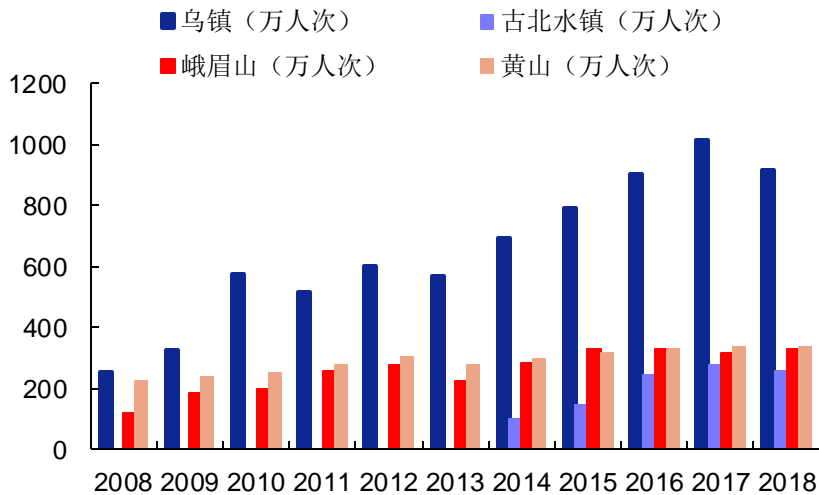
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 52: 国内人均GDP 19 年超 1 万美元，旅游向度假经济转型升级



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心整理

图 53: 2012 年以来，休闲游代表的乌镇客流增速持续好于山岳景区

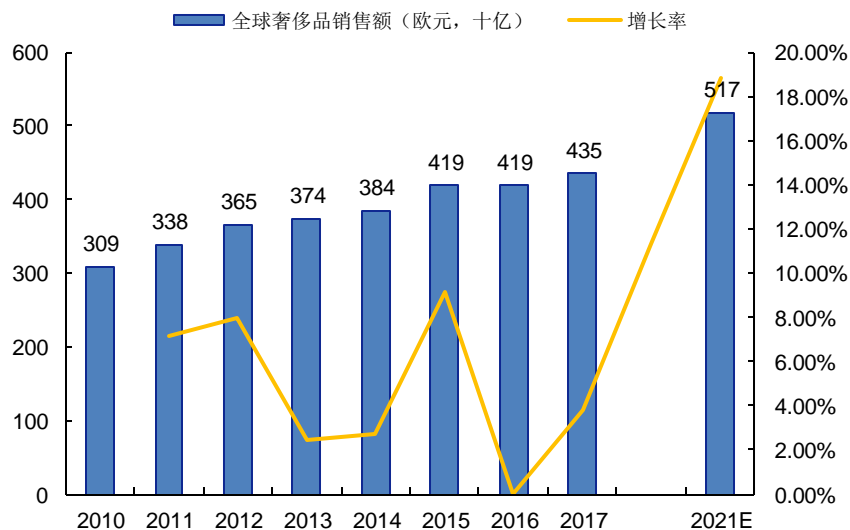


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.2.4 购：消费水平提升，政策强调消费回流

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

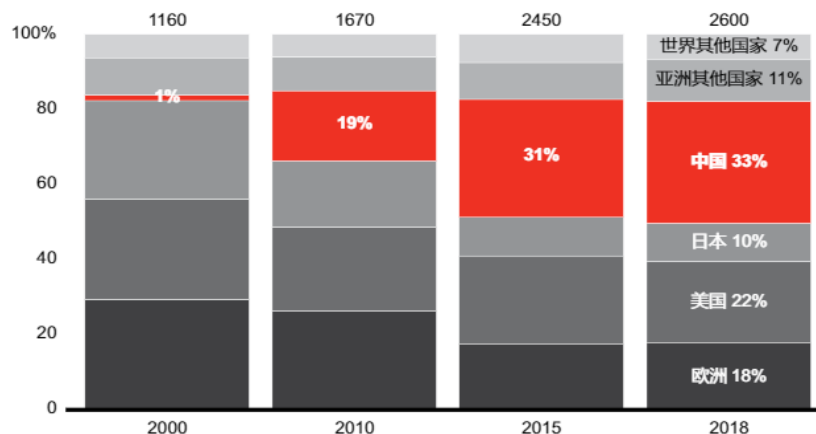
图54：2017年奢侈品行业规模增速约3.82%



资料来源：安永，安信证券研究中心

图55：中国占全球奢侈品销售的33%

全球奢侈品市场，按消费者国籍划分 (%，亿欧元)



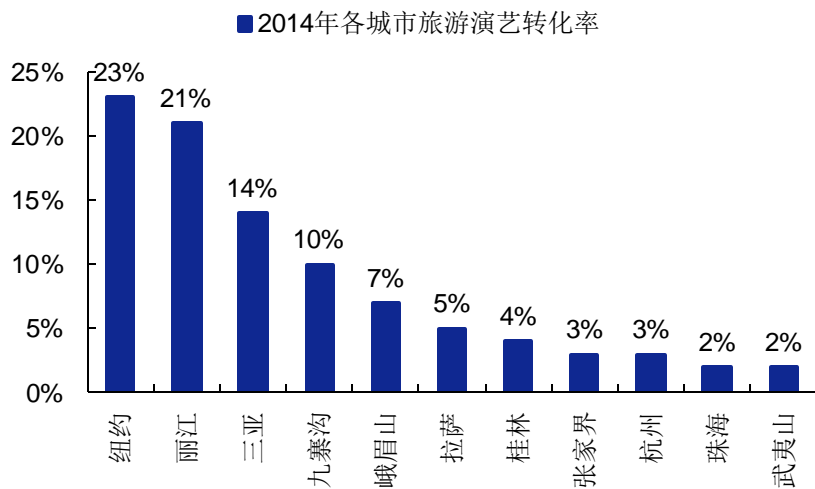
注：由于采用四舍五入，各细份比例总计不到100%；

资料来源：贝恩中国奢侈品市场研究，安信证券研究中心

3.2.5 娱：演艺有限供给不足，龙头持续享受盛宴

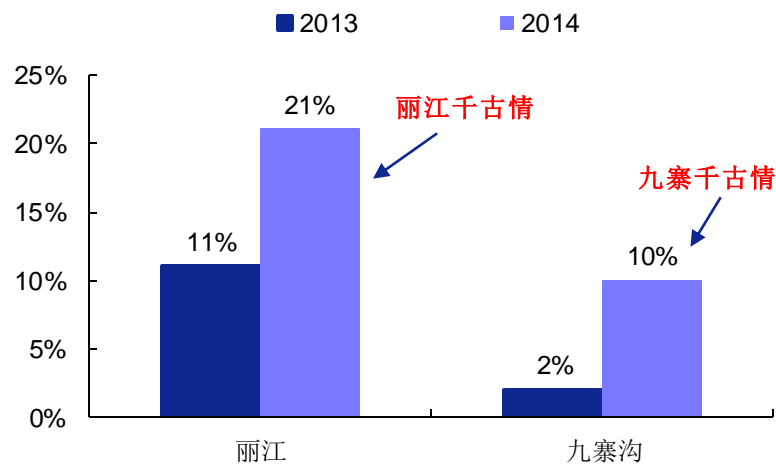
- 上游要素商（娱——演艺）：休闲度假经济趋势下，演艺等文娱潜在需求大，但国内有效供给仍不足
- 根据道略演艺数据统计，国内2016年旅游人次达44.4亿人次，但期间国内旅游演艺的观众人数仅5391万人次，渗透率仅1.21%。我们认为旅游演艺供给数量已经较多，但实际的有效供给仍非常有限。
- 全国目前大约有100多个城市有旅游演出项目，而其中只有8个城市的观演转化率超过4%，意味着超过90%的城市提供的旅游演出项目都无法满足旅客的需求，无法将旅客转化。相反，高质量的旅游演出对城市的观演转化率有很大的提升作用（参考千古情在2013年入驻对丽江和九寨沟的影响）。
- 未来趋势：在人均GDP迈过10000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

图56：国内大多数旅游城市的演艺转化率仍旧非常低



资料来源：道略演艺

图57：优质演艺项目可显著提高转化率，国内旅游演艺有效供给不足



资料来源：道略演艺

3.3 中游分销商：全产业链布局是未来出路

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

图58：出境游产业链哑铃型发展，中游集中度提升是未来出路

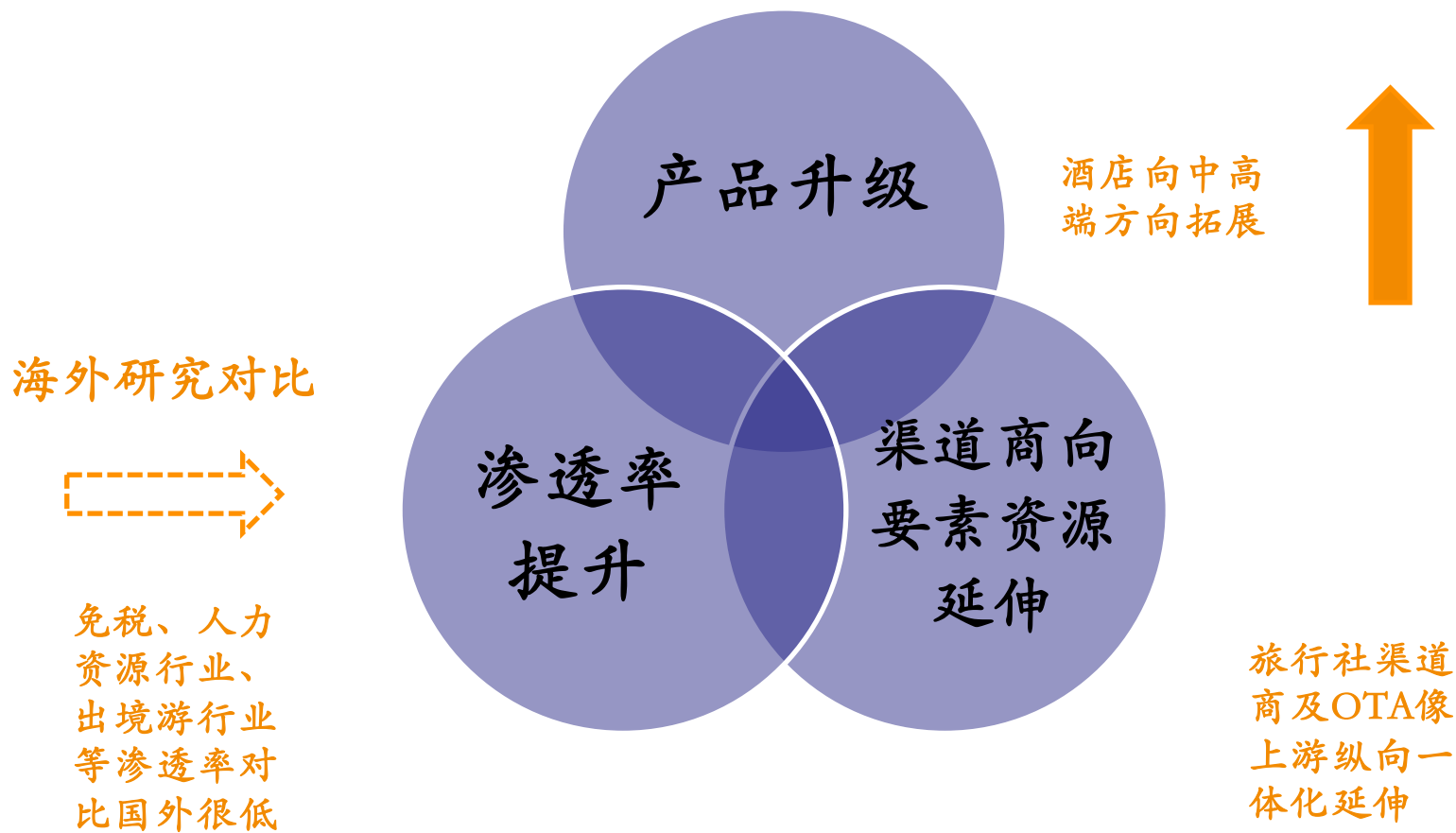


资料来源：国家统计局、安信证券研究中心整理及测算

目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
- 4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势**
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势

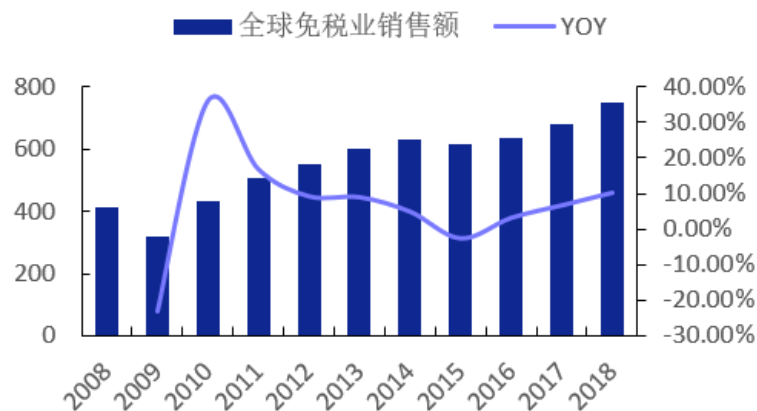


4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 全球免税行业规模稳定上升，亚太市场权重增加增速突出

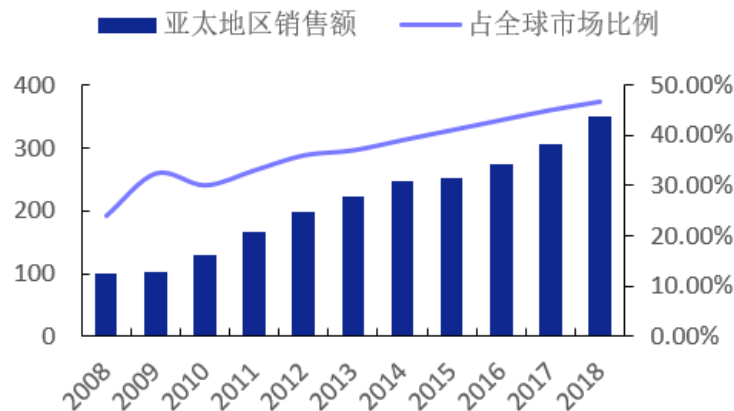
- 2018年全球免税业市场规模达到750亿美元，同比上升10.3%，亚太市场免税销售额350亿美元，同比上升14.37%，增速高于全球市场，规模占全球免税市场46.7%，2008年这一占比仅为23.9%。亚太地区免税销售额2008-2018年CAGR为13.46%，全球免税市场10年CAGR仅为6.14%，亚太地区增速高于全球增速。从免税商看，全球排名前十的免税商有6个总部位于亚洲。

图：全球免税市场规模（亿元）



资料来源：Research Generation，安信证券研究中心

图：亚太地区免税市场规模（亿元）



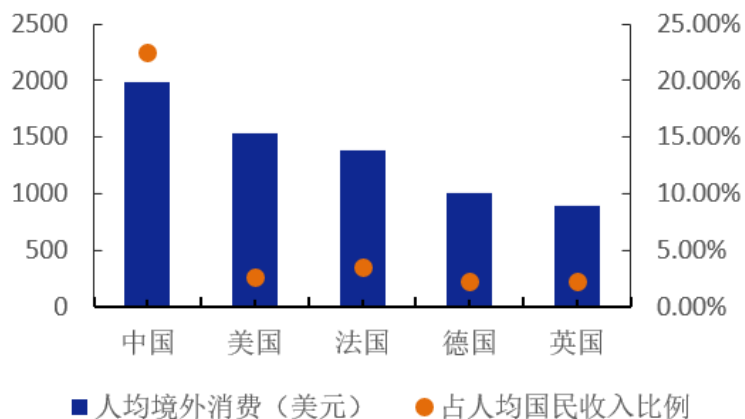
资料来源：Research Generation，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 中国消费者是亚太地区免税业主力军，旅游业与境外消费规模大

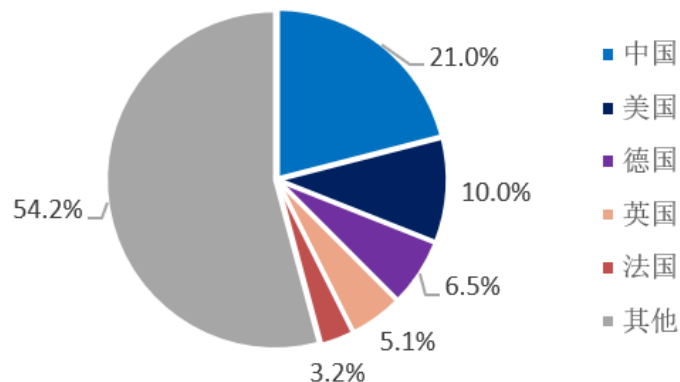
- 根据UNWTO统计口径，2017年中国境外消费达到2580亿美元，排名全球第一，平均消费达到1985美元。从全球视野出发，中国海外市场消费体量巨大，民众普遍对旅游消费投入较高，占人均收入比重高，而在旅游消费中，购物占据超25%的份额，海外购物消费达到762美元，远超非中国游客486美元的境外购物，是非中国游客的1.56倍，对海外及亚太地区免税业务推动效应明显。

图：2017年各国人均境外消费情况



资料来源：World Bank，出境旅游购物白皮书，安信证券研究中心。

图：2017年各国境外消费占比情况



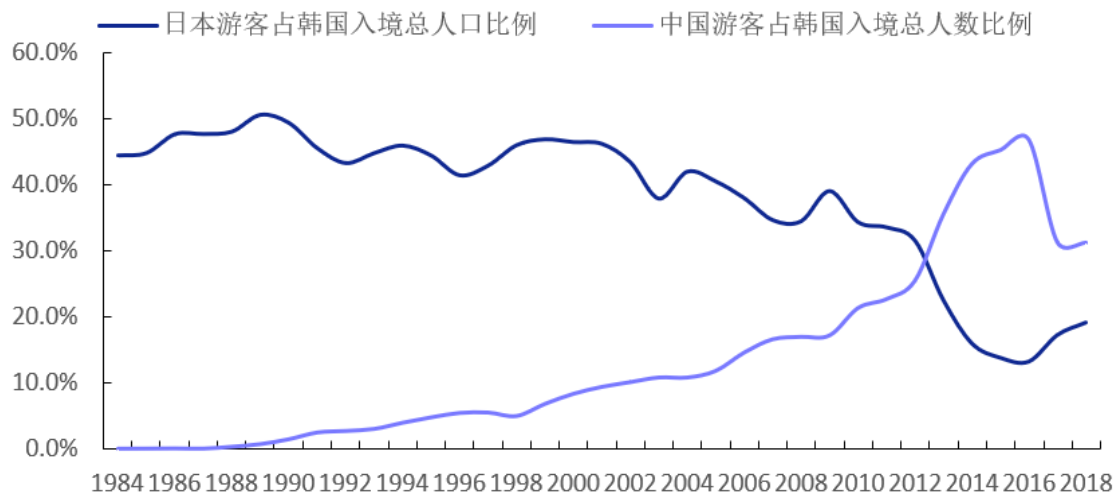
资料来源：UNWTO，安信证券研究中心。

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 韩国免税行业发展历程：免税历经五阶段发展。
- 稳定期（2012-2016）：中小型免税商入局竞争，反垄断政策大力扶持中小企业。韩国关税厅发布政策鼓励中小免税企业入局市场，规定只有中小企业可以申请免税牌照，不再向大型企业发放新的免税牌照，免税牌照的时间和延续都有所变化。
- 中国游客替代日本游客成为韩国免税业消费主力军。2013年中国赴韩旅游人次首次超过日本，达到432.68万人次，占韩国入境游客35.54%，2016年达到806.77万人，CAGR达到16.85%。

图 14：中日赴韩游客占比情况



4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 行业特征：市内店占据主导，免税业意在吸引外汇
- 立足全球视野，韩国免税业的主要特点是以市内店为主。从全球来看，免税业的主体仍然是机场免税业务，2017年全球机场免税业务收入占总收入的56%。但韩国不同于其他国家，市内免税店是其主要增长点，以2019年5月数据来看，市内免税店销售规模占到84.43%，其中来自海外游客的消费占市内免税店消费总额的90.18%。

图 15：2017 年全球免税业结构情况

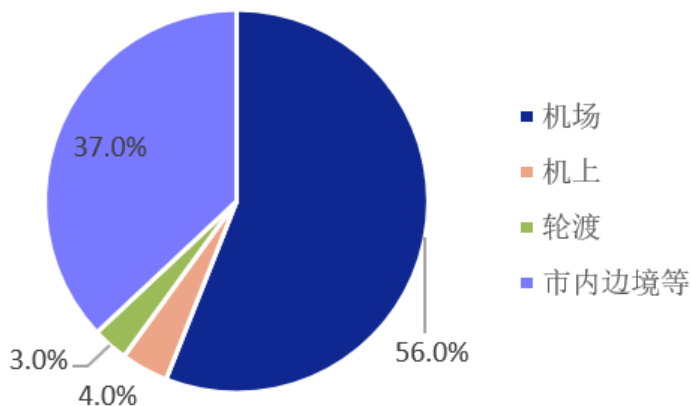
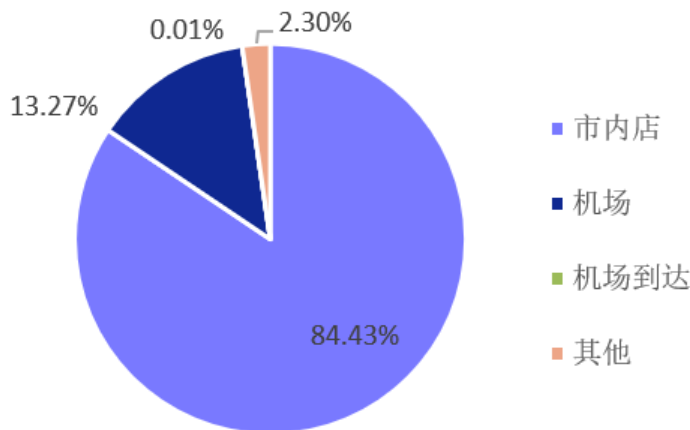


图 16：2019 年 5 月韩国免税业销售规模



资料来源：前瞻经济研究院，安信证券研究中心

资料来源：KDFA，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 行业特征：市内店占据主导，免税业意在吸引外汇
- 韩国免税业以吸引外汇为主要导向，海外消费占比超70%。2018年韩国免税业总收入达到172.38亿美元，其中海外游客带来的免税收入达到79.1%。2009-2018年，海外游客消费的大幅度增长带动了免税业发展，10年间国外游客免税支出由15.93亿美元增长至136.36亿美元，CAGR达到23.9%。自2007年韩国政府颁布吸引海外消费导向命令后，海外游客消费占比不断攀升。同时海外游客人均消费也高于国内游客，2018年韩国国民平均免税支出120.31美元，海外消费者人均支出达到749.25美元。

图 17：2009-2018 年韩国免税销售额构成情况

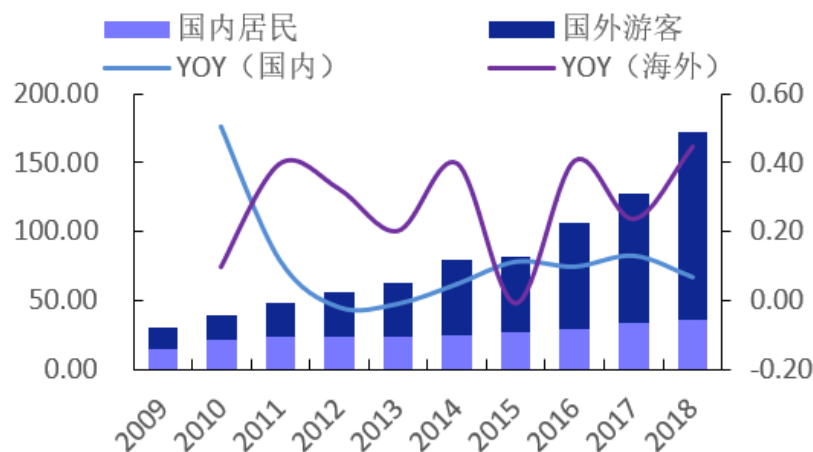
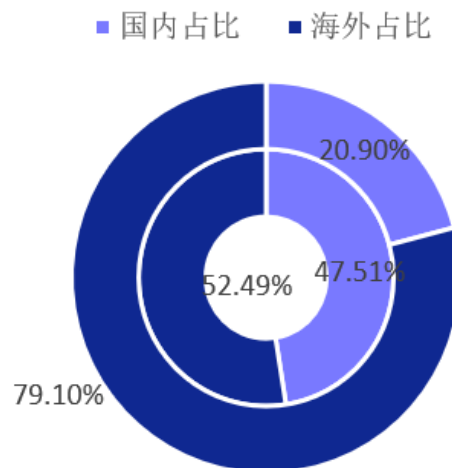


图 18：2009、2018 年国内与海外免税消费占比



资料来源：KDFA，出境旅游购物白皮书，安信证券研究中心

资料来源：KDFA，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 行业特征：市内店占据主导，免税业意在吸引外汇
- 韩国市内免税店是免税业主要增长引擎，也是吸引外汇的主要场景。2018年韩国市内免税店销售规模达到15.4万亿韩元（约合129.67亿美元），同比增长38.1%，占总销售规模81.22%。2013年市内免税店规模仅4.1万亿韩元（约合34.32亿美元），CAGR达到30.3%。市内店销售额占比也在不断上升，由2013年60.29%上升至2018年81.22%。自中国游客取代日本游客成为韩国免税业主要消费者后，中国游客在市内店的消费额占比不断提升，2018年已经达到83.7%，外国游客总体市内免税店消费占比为87.9%。

图 19：韩国市内免税店销售额（万亿韩元）

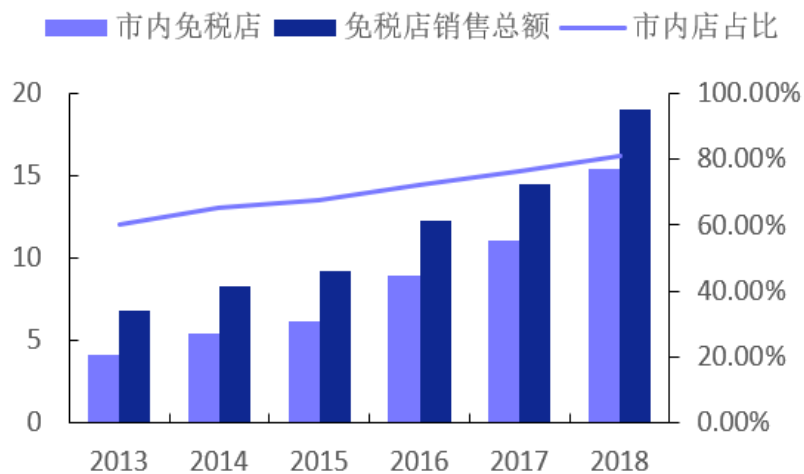
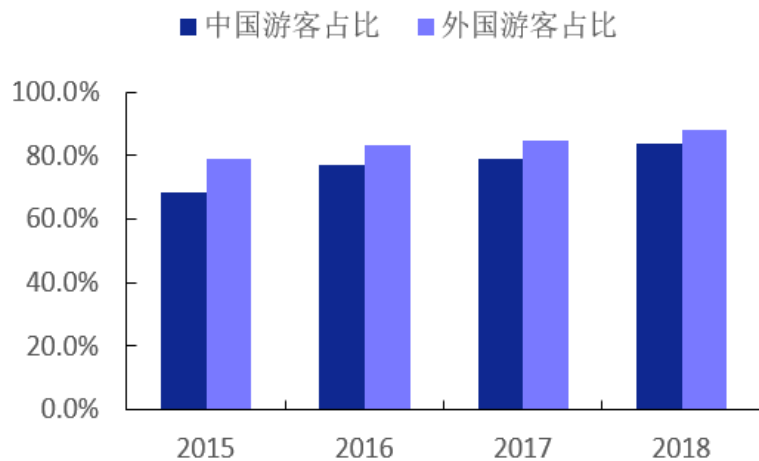


图 20：市内免税店中国与外国游客消费额占比



4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 运营资格：逐步放开牌照限制，鼓励中小企业进入
- 为反垄断大型免税商获取牌照渠道关闭，原有牌照存续方式改为公开招标。2012年为反垄断，规定不再向大型企业发放新的市内免税店牌照，2015年，变牌照为公开招标制，被推定为市场支配者的企业在申请新免税店经营权时，评价总分将酌情被减分。
- 大型免税商公开招标失利，行业压力迫使免税政策修改。2015年四张重要免税牌照到期并根据修正案进行公开招标，竞标结果乐天世界大厦店被斗山击败，华克山庄折戟新世界，失去市中心免税牌照，这一结果引起行业震荡，认为牌照政策实际上是在冲击现有免税业结构。由于各方抗议，政府工作组提出建议，韩国免税牌照时间可以延长至10年，2018年正式规定免税店牌照可以延长时限，2019年再次向大型免税店发放市内店牌照，评判依据为免税销售额及游客数量。

表 2：2012-2016 年免税业政策变迁

时间	免税业政策
1979	开放市内免税店
2012	韩国关税厅为反垄断，规定仅中小型企业可以申请新的免税店牌照，大型企业不再发放新的免税店牌照，并颁发 10 个中小企业免税牌照
2013	市内免税店牌照经营时间由 10 年缩减为 5 年
2015	市内免税店牌照延续方式由自动续约变更为公开招标
2016	政府工作组提出建议：经营期限延长为 10 年，新增 6 家免税店，被推定为市场支配者的企业在申请新免税店经营权时，评价总分将酌情被减分
2018	许可证期限将延续以前的五年时间，但企业集团可以进行资格续约（再延长五年），达到十年；中小企业可以进行两次续约，最长达 15 年的期限
2019	任何大都市地区的免税销售额增长超过 2000 亿韩元，或外国游客数量增加超过 20 万可以获得新的许可证

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

- 新罗股价复盘：中国情况变化影响长期趋势，政策和经营影响短期波动。
- 2011-2014年营业销售额CAGR达到19.37%，股价CAGR48.78%，其间PE最高达到105.11x。新罗酒店股价长期看中国情况影响，短期波动受政策与经营共同影响。历史PE中位数达到68.92x。2011-2014年是新罗免税店营业销售快速增长的四年，CAGR达到19.37%，销售额的快速增长反映在股价之上，2011-2014年股价由27750韩元涨至91400，CAGR达到48.78%，PE最高达到105.11x。
- 新罗酒店股价长期看中国情况影响，短期波动受政策与经营共同影响。对新罗股价进行更详细的复盘，认为股价受到的影响可以分为长期和短期，1) 长期：除宏观经济影响外，新罗股价长期变动主要受到中韩关系及中国游客变化的影响。由于新罗酒店主营业务为免税业，对中国消费者依赖较强，因此新罗股价受中韩关系变化影响明显。2013年得已于中国赴韩旅游人数激增，带来强劲消费能力，2013年1月-2014年8月，新罗股价由43350韩元涨至128000韩元，涨幅达到195.2%，PE为100.78x。2015年6月韩国爆发MERS疫情，中国游客数量锐减，7月-10月股价由13500韩元跌至11000，跌幅22.72%。2016年7月8日韩国宣布萨德部署，中韩关系陷入冰点，新罗股价当天下跌3.5%，至2017年4月14日中国禁令取消，股价下跌至47500韩元，跌幅28.46%。从长期来看，中国游客与中韩关系变化对新罗股价影响大。2) 短期：新罗酒店短期股价短期内波动主要受到政策和经营情况的影响，从政策上看，股价对政策反应敏感，2012年10月韩国海关总署宣布不再向大型企业发放市内免税牌照，一周内股价下跌4.47%。2014年10月8日，韩国政府宣布增发市内免税牌照，当天股价下跌10%。2015年11月由于乐天在牌照竞标中失利，新罗虽未参加竞标，但股价暴跌13.3%。从经营情况上看，当有新罗经营利好消息传出时会带来短时股价上涨，2015年2月10日，新罗宣布开放樟宜机场店，当日股价上涨3.74%。

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 知己知彼，百战不殆：韩国市内免税店占主导，两极多强竞争激烈

图 36：长期新罗酒店集团股价复盘 (1991-2019)



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 37：萨德期间新罗酒店集团股价复盘 (以 16 年 7 月 1 日为基数 100)



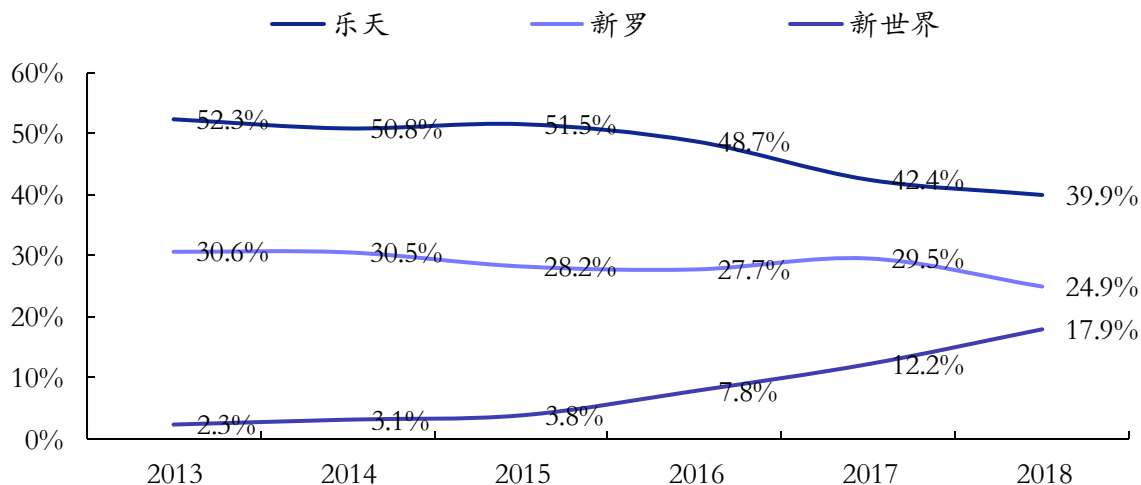
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 韩国经验：危机时刻，寡头实力未受到削弱

- 免税牌照放开：对市场份额影响较小，寡头开始开辟国际市场。2012年韩国免税业出台反垄断措施，宣布不再向大型免税店发放新的牌照并且同时发放10张中小企业牌照使得市场竞争更加激烈，但实际上对于市场份额的影响较小，2013年以后，乐天仍占据50%的市场份额，新罗市占率在30%上下浮动，仍呈现寡头垄断态势。中小企业由于进入免税业时间较晚，企业规模较小，虽受到政策扶持，但无论知名度、基础设施建设以及与品牌合作方面都处于劣势，短期内难以撼动寡头地位。

图：寡头占据免税业主要市场份额

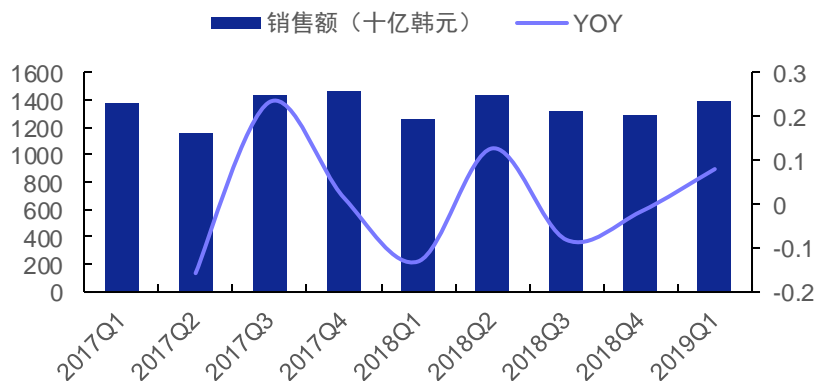


4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

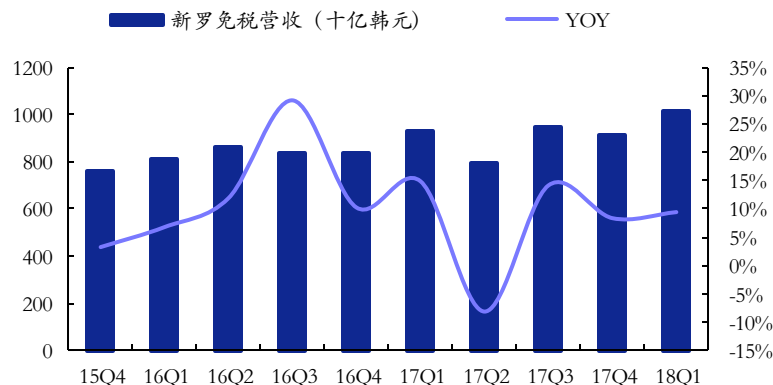
➤ 韩国经验：危机时刻，寡头实力未受到削弱

- **萨德事件：短期内营业额下降，但能实现快速恢复。**2017年由于中韩萨德事件，中国赴韩旅游游客数量锐减，2017年前11个月，中国游客数量缩减49.1%。在最初两个季度，乐天与新罗受到一定程度影响，尤其是乐天作为萨德供地商，遭到中国游客抵制。乐天在17年第二季度销售额下降15.7%，17年营业利润下降99.2%，新罗在17年第二季度营收下降8.14%，全年营业利润同比减少26%，但在第三第四季度营收有所恢复，至18年第一季度营收增长率保持在10%。

图：乐天免税营收受萨德影响



图：新罗免税营收受萨德影响



资料来源：公司资料，Moodie Davitt Report，安信证券研究中心

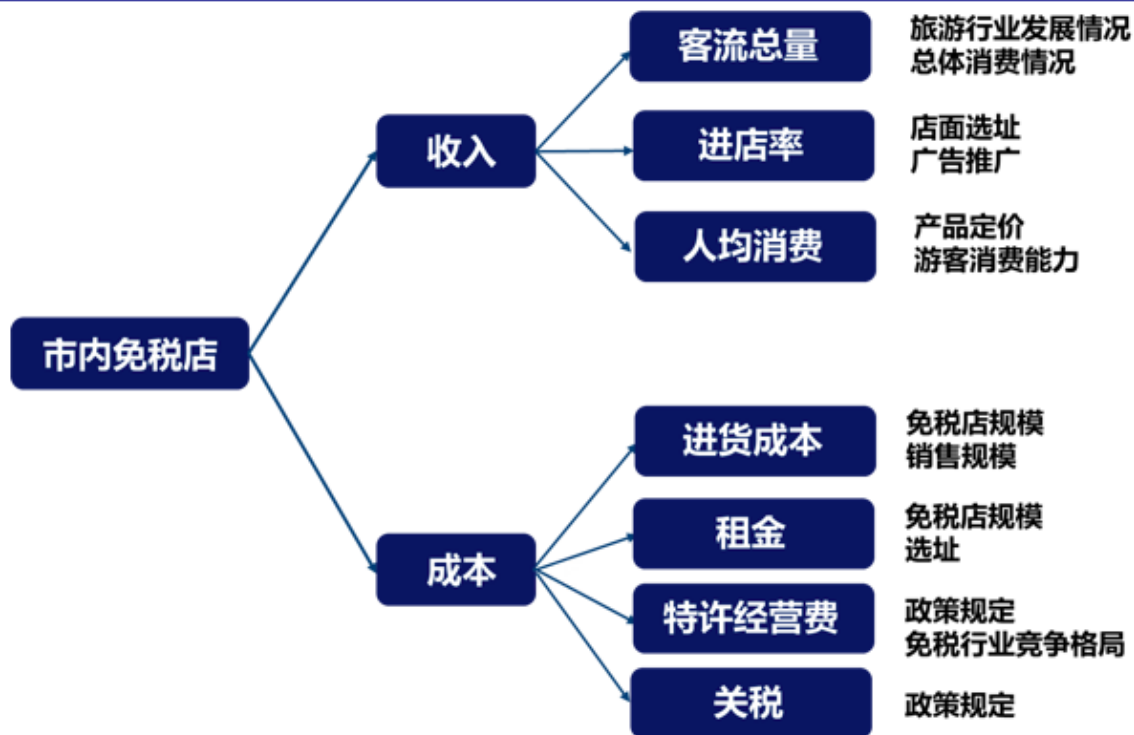
资料来源：公司资料，Moodie Davitt Report，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 对标韩国免税，中国国旅具较大优势、尚存巨大增量空间

- 对标韩国，免税商经营市内店的主要优势包括三点：免税店规模、店面选址和网上免税店。

图 53：影响市内免税店盈利的因素



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

4.1. 海外复盘—免税：对标韩国免税，国旅仍有广阔空间

➤ 对标韩国免税，中国国旅具较大优势、尚存巨大增量空间

- 对比分析中免与韩国免税的盈利能力发现：1) 政策：对标韩国，国旅市内免税店仍期待放开国人免税的政策突破，上海已在争取；对标韩国龙头，中国国旅作为行业主要龙头，规模优势与经营优势明显。2) 免税商：国旅占据80%的免税市场份额，规模效应带来危机应对能力提升；店面选址依托购物中心，交通便利；网上免税店可能提高盈利空间。3) 供应商：中免与超1000家国际品牌进行合作，海南免税店已入驻300+品牌，但对标韩国仍有可提升空间。

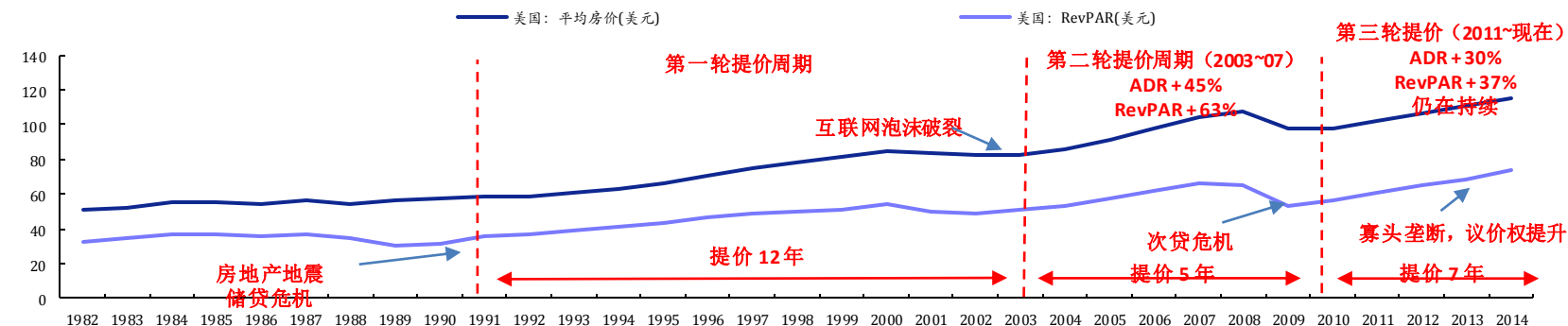
表：中韩市内免税店对标情况

		中国	韩国	
外部环境	行业定位	吸引消费回流	吸引外汇	
	政策	外商市场准入	不允许外商进入	不允许外商进入，但可参与中小企业经营
		经营牌照	一般仅大型国企	扶持中小企业，不再向大型企业发放
		提货方式	市内购物机场提货	市内购物机场提货（本土品牌可现场提货）
		销售对象	出境境外人士	所有过境人士
数量限制	境外人员无额度限制	外国人员无限制，本国人员限额5000美元		
免税商	竞争格局	国旅是免税业唯一龙头 市占率达到80%	新罗乐天寡头，2018年前三市占率超80%	
	经营情况	国旅在海内外共开设240家门店，全世界免税商排名第6 毛利率52.24%	乐天世界排名第2，毛利率在36.52%； 新罗世界排名第5，毛利率在50.2%	
	市内店经营	店面选址	市中心地带，依托购物中心及景点，一期面积在500平米左右	市中心地带，发展产业协同效应，平均面积在一万平米以上
		网上免税店	市内免税店暂未开通网上渠道 海南免税店可在离岛前30天至离岛前五天进行预定	网上免税店市场发展迅速，可在离境前六十天到离境前三小时进行购买
危机应对	预计放开牌照对国旅影响较小	大型免税商能有效对冲冲击 小型免税商受到冲击较大		
供应商	价格	价格较低且折扣较多	部分品牌价格为全球范围最低	
	品牌数量	300+品牌	市内免税店普遍在一千个品牌	
	本土品牌	中免与上海家化达成合作，国货在崛起之中，但全球认可度仍然较大，目前没有与免税店进行合作	韩国品牌众多覆盖人群广泛，部分商品仅在韩国销售，韩国免税店本土品牌商品数量及价格有明显优势	

4.2 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

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

图59：平均房价带动RevPAR增长，美国1989年以来已经历3轮提价周期



资料来源：安信证券研究中心整理

表4：美国3轮酒店提价周期的相关背景及特征

提价轮次	时间区间	主要宏观经济特点及驱动事件	行业特征
第一轮	1989-2000 12年	<ol style="list-style-type: none"> 1) ADR与GDP增长率呈现明显正相关； 2) 人均GDP 12年间复合增长率为4.32%； 3) 人均可支配收入复合增速为4.36%； 4) 同期CPI复合增速2.7%； 5) 以信贷危机和房地产地震结束为开始标志。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 行业平均ADR提高51%，RevPAR提高78%； 2) 提价下半程（1995-2000），酒店门店数量自46万间提升至53.5万间，年复合增速为2.93%，逐步弥补了供需缺口； 3) 提价周期全程RevPAR复合增速5.4%，跑赢同期通胀。
第二轮	2003-2007 5年	<ol style="list-style-type: none"> 1) 同期人均GDP复合增长率为4.71%； 2) CPI复合增长率2.55%； 3) 人均可支配收入复合增长率4.37%； 4) 以2000年互联网泡沫破裂2年后美国经济复苏为标志开始。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) 行业平均ADR提高45%；RevPAR提升63%；酒店业平均房价由2003年Q3的91美元提价至2008年Q2的130美元，提价42.86%，CAGR约7.80%，RevPAR复合增长率为9.4%； 2) 美国酒店业龙头万豪国际5年间加盟店占比在60-70%之间； 3) 酒店行业CR5集中度提升至41.3%； 4) 2007年经济型酒店数量达到12287家。
第三轮	2010至今	<ol style="list-style-type: none"> 1) 人均GDP复合增长率为2.98%（2016年）；人均可支配收入CAGR为2.70%（2016年）； 3) CPI复合增长率为1.24%（2017年）。 	<ol style="list-style-type: none"> 1) ADR提升29.66%，RevPAR提升36.9%；ADR 6年间CAGR约3.18%，RevPAR六年间CAGR为4.59%； 2) 酒店业龙头万豪国际加盟比例2015年由70%左右提升至97%； 3) CR5集中度2013年达到54.4%；CR10为70%，行业成寡头垄断格局； 4) 2011-2015年美国经济型酒店客房数量由74.7万间增长至196.9万间，日均客房需求由239.1万间增长至362.6万间，经济型酒店需求/供给由3.2降至1.8。

资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心整理

4.2 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

表5：中美酒店价格差显著高于其他消费品

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

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

4.2 海外复盘—酒店：美国中长期提价牛，产品升级是关键

①酒店行业中长期：我国2018年酒店行业的连锁化率仅约20%（华住19Q3 IRPPT），相比欧美和美国的40%和70%连锁化水平尚有可观的提升空间。叠加国内单体酒店转连锁后盈利能力大多均能实现提升，我们未来国内酒店行业连锁化持续提升的趋势依旧不变，且空间依旧大，酒店龙头的成长逻辑延续。

图60：美国中高端酒店占比在持续提升

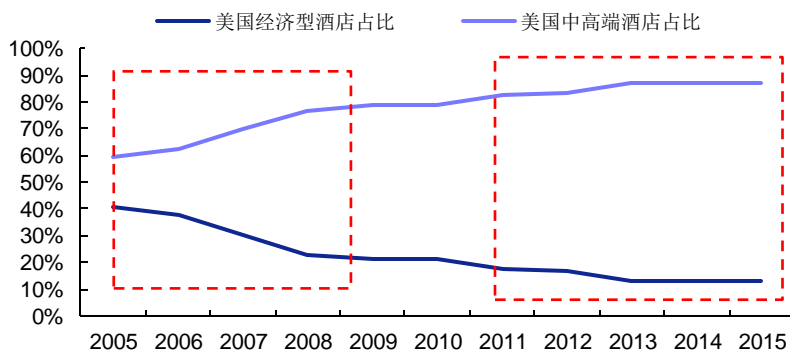


图62：美国酒店在第二轮提价周期内集中度不断提升

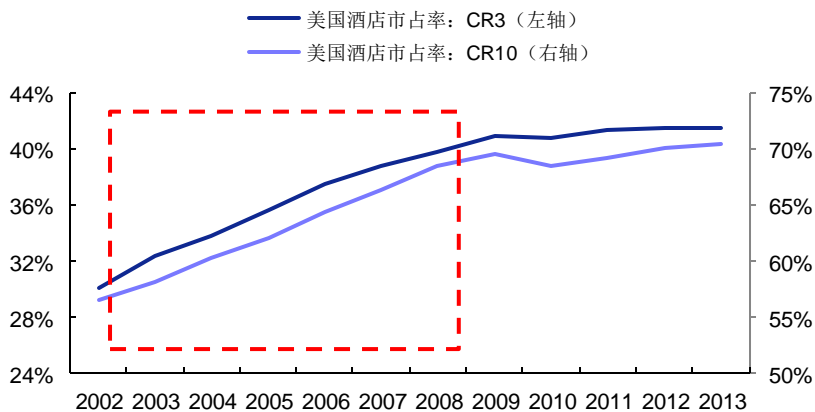


图61：我国中端酒店占比有望继续提升，结构有望优化

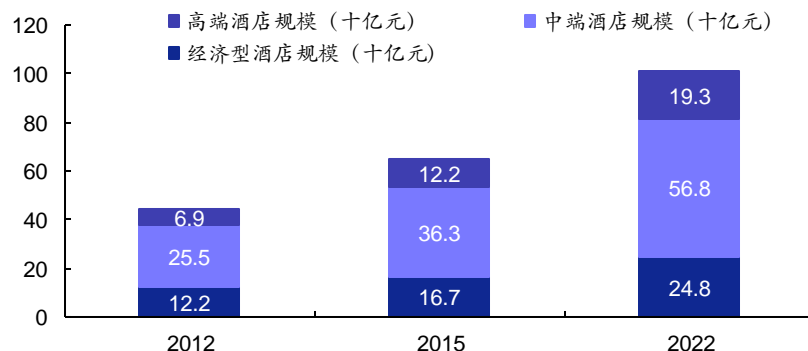
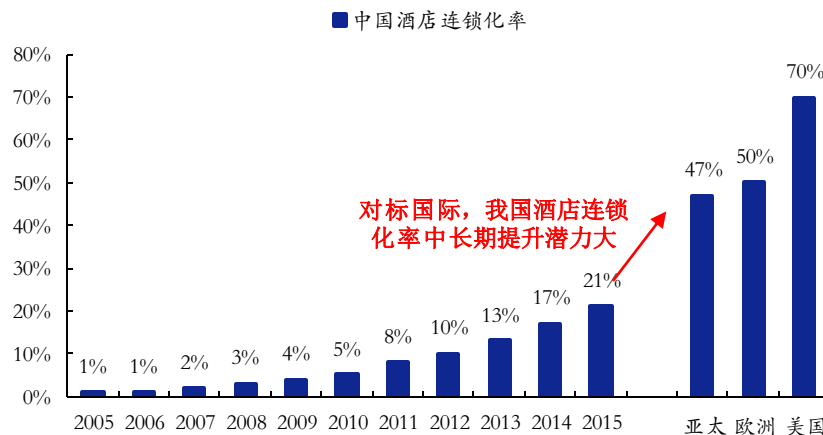


图63：对标国际，我国酒店连锁化率仍旧相对较低



4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 驱动欧洲和日本灵工大发展的要素：政策开放

- 欧洲：灵工发展萌芽期在20世纪70年代-80年代，这个时期的欧洲出现了经济滞胀和大规模失业；为降低失业率，欧洲多个国家实行工资灵活化、工作时间灵活化和放松就业保护等，从而改善劳动力市场的僵化，恢复劳动力市场的灵活性，用以降低欧洲国家的失业率。但随着后续政策对灵活用工限制有行业到工作市场逐步开放限制，催化了欧洲灵活用工行业在1970-2012年长达40年的发展期。
- 德国：灵活用工人数在1982年由2.5万人增长至1991年15万人，期间9年复合增速22%；后续在政策进一步开放下，灵工人数由2004年35万人增长至2008年85万人，期间4年复合增速25%。

德国灵活用工政策逐步放开（1972-2012）

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

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

德国灵活用工人数（1972-2014）

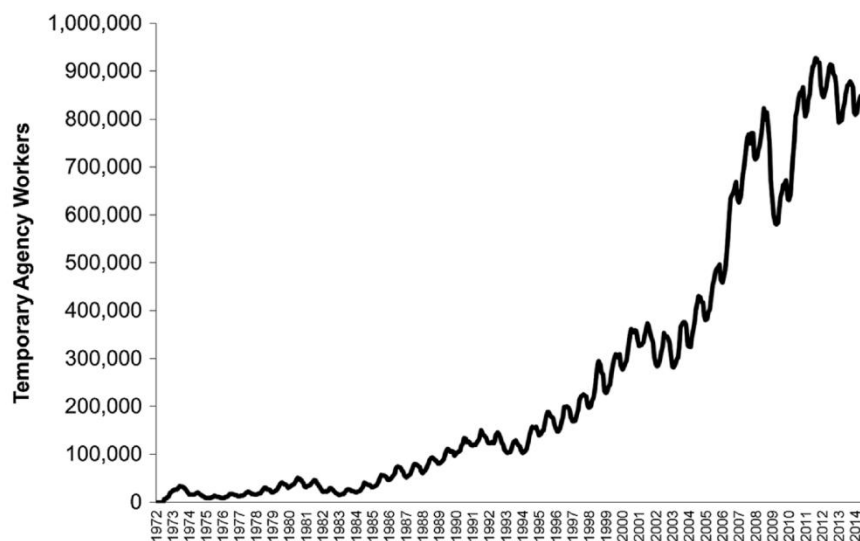


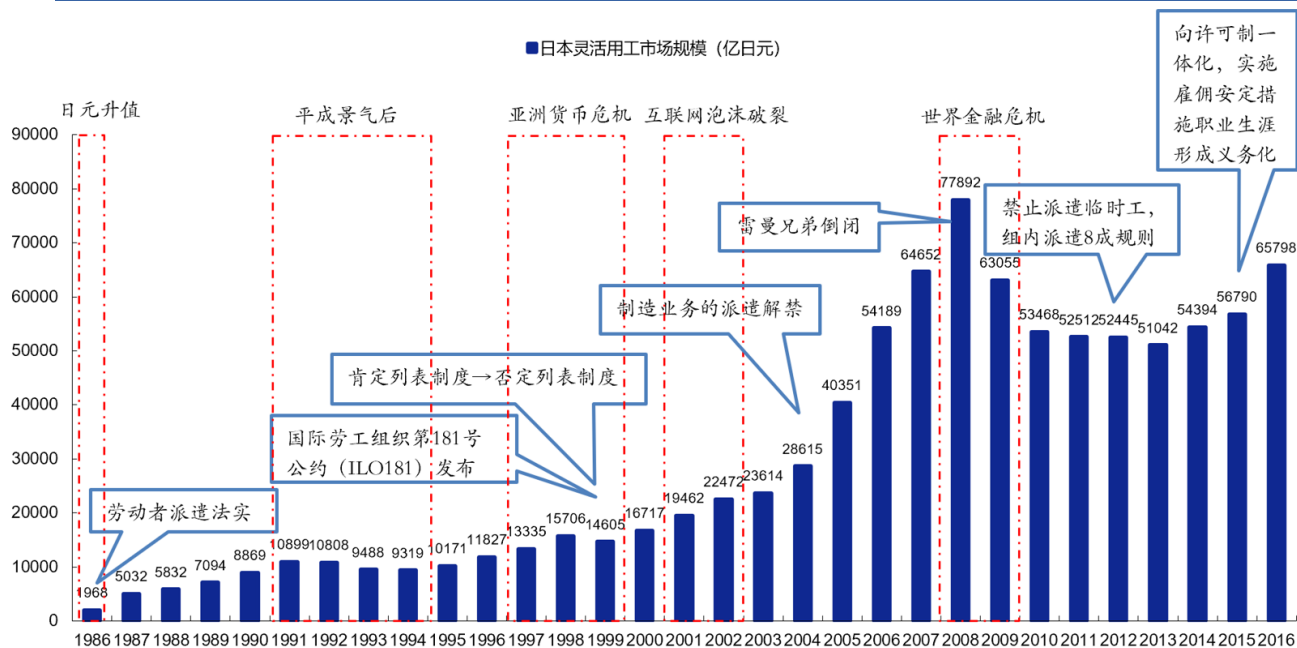
Figure 2: Temporary agency workers in Germany, 1972-2014.

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 驱动欧洲和日本灵工大发展的要素：政策开放

- 日本：灵工快速发展时期为1986~2008年，市场规模由1986年0.19万亿日元，增长至2008年7.89万亿日元，期间23年复合增速17.3%。日本在二战后大多企业员工为终身制，在一定程度上抑制了企业和劳动力市场的灵活性。至1985年，政府颁布了《人才派遣法》首次对灵活用工的就业体制在法律上进行了局部合法化，并在1999年颁布了《国际劳工组织第181号公约》首次对灵活用工进行了全合法化，再到2004年颁布了《制造业劳务派遣解禁》。三次政策开放对灵活用工在日本发展产生了深远影响，直接促进了该行业的繁荣并催生出了Recruit和Persol等灵活用工龙头企业。

图68：日本灵工市场在1985由16.5%渗透率一直提升至2016年的42%，市场规模由0.2万亿扩大至6.58万亿日元



4.3. 海外复盘—人服：中长期行业红利空间大，低渗透率时逆周期

➤ 驱动美国灵工大发展的要素：政策开放+经济复苏

- 美国：灵工快速发展时期主要在1970~2000年，期间全国灵活用工人数则由1970年15万人增长至2000年340万人，期间19年复合增速17.9%。1970年代是市场主导的初始阶段。失业率高企，固定工资增长速度不及通货膨胀增长，人们开始将目光转向更为灵活变通的灵工方式以获取更满意的报酬。1980年代，政府逐渐认识到灵工行业不再只是一个“减震器”，可以在重组经济中持续发挥作用，完善相应的法律法规，进一步引导灵工市场规范化发展，为1990年代灵工行业爆炸式增长提供制度保障。1990年代，美国制造业和服务业反弹复苏，劳动力资源自由化的思想逐渐在蓝领，白领阶层散开，商业客户也逐渐意识到灵工服务的重要战略意义，美国灵工行业迎来了爆炸式增长时期。

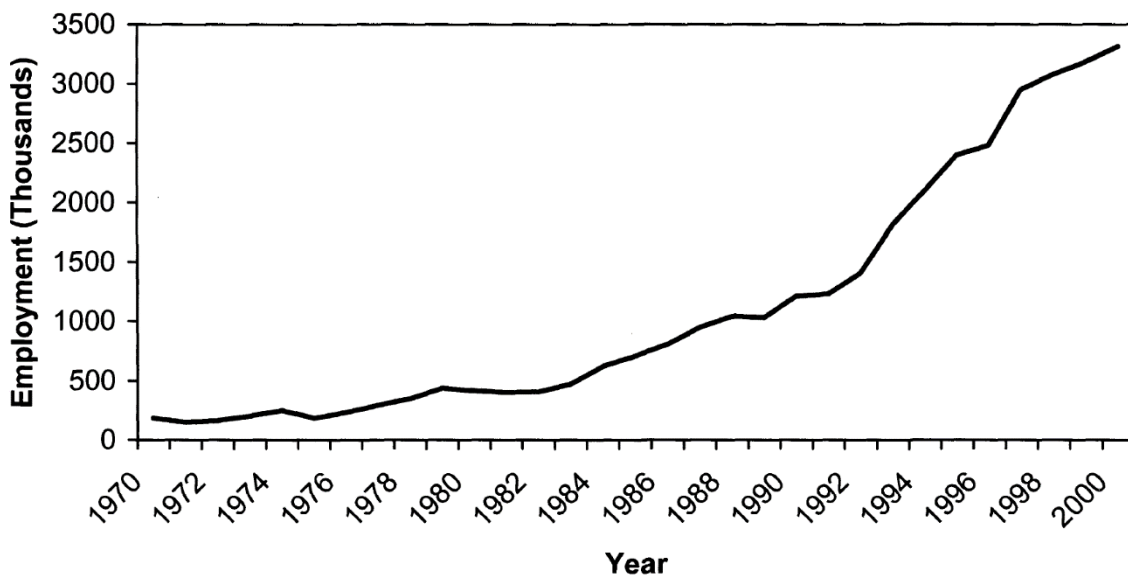


Figure 2. Change in TSI employment, 1970 to 2000. Sources: U.S. Bureau of the Census (1970–2001); American Staffing Association; authors' calculations.

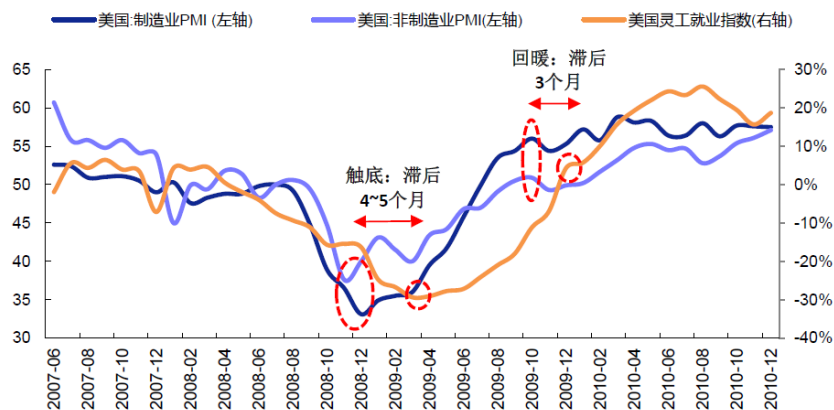
4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

➤ 成熟灵工市场与经济滞后3~5个月，但低渗透率时可持续跑赢经济

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

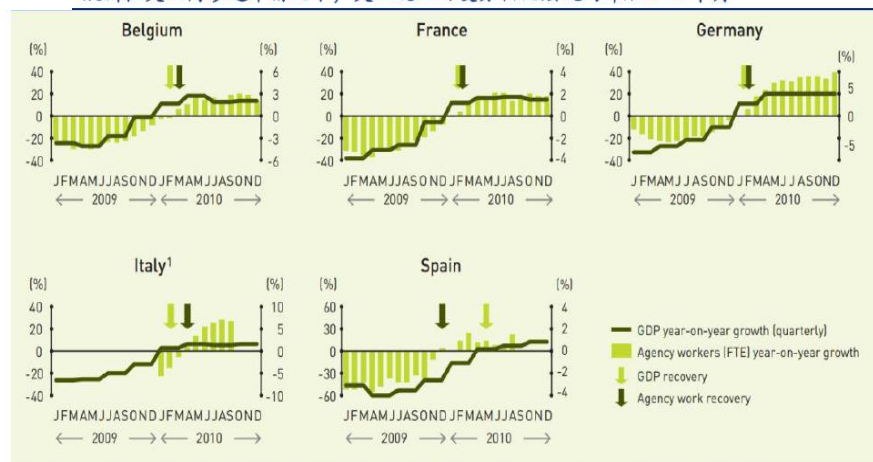
主要原因：成熟市场中灵工的供需已高度市场化且处于相对平衡状态。①当经济下滑，PMI等指标率先下降：但由于灵工的合约最短也往往3~6个月左右，因此就业人员仍在合同期间内，后续的人数下滑更多是合约到期不续约所致，存在3~6个月的滞后；②当经济回暖复苏时：企业往往在判断经济的回暖已具备可持续性时才开始招聘灵工从业者，因此灵工人数的回升同样存在一定的时间滞后。

图69：美国在灵工高渗透率情况下，灵工就业景气程度与宏观滞后约3~5个月



资料来源：美国短工供应协会、美国经济分析局、安信证券研究中心整理

图70：欧洲在灵工高渗透率情况下，灵工就业的复苏相比宏观约滞后3~9个月

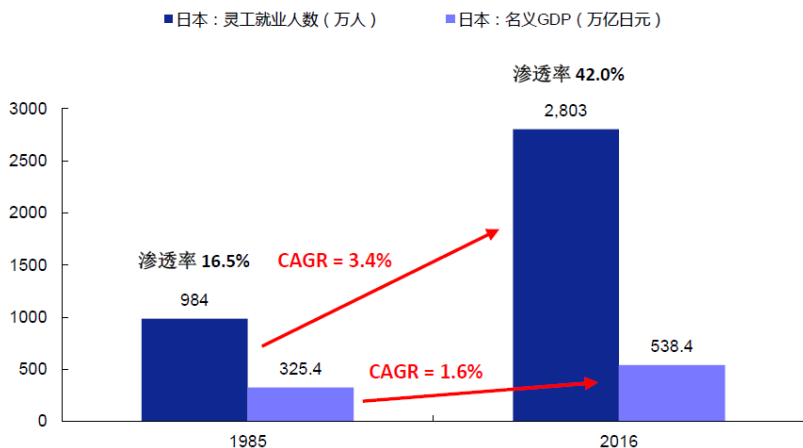


资料来源：经济合作与发展组织（OECD）、国际私营职业中介机构联合会（CIETT）、安信证券研究中心

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

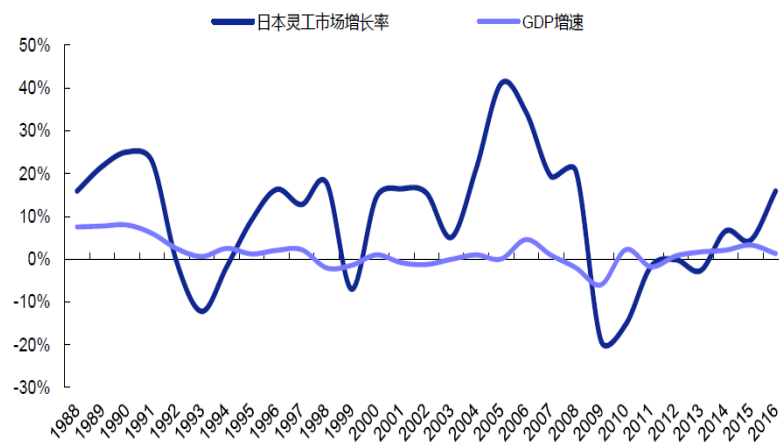
2) 灵工渗透率仍处低位的日本20世纪80年代中期：受益行业渗透率提升（1986-2016年），灵工市场规模的增速持续跑赢日本GDP增速。从70年代初的开始兴起，直到2016年发展成熟，日本灵工渗透率的整个提升期经历了超过40年的时间，并在此期间催生出了Recruit等优秀的人力资源巨头企业。

图71：日本在灵工低渗透率情况下，从业人数增速显著高于经济增速

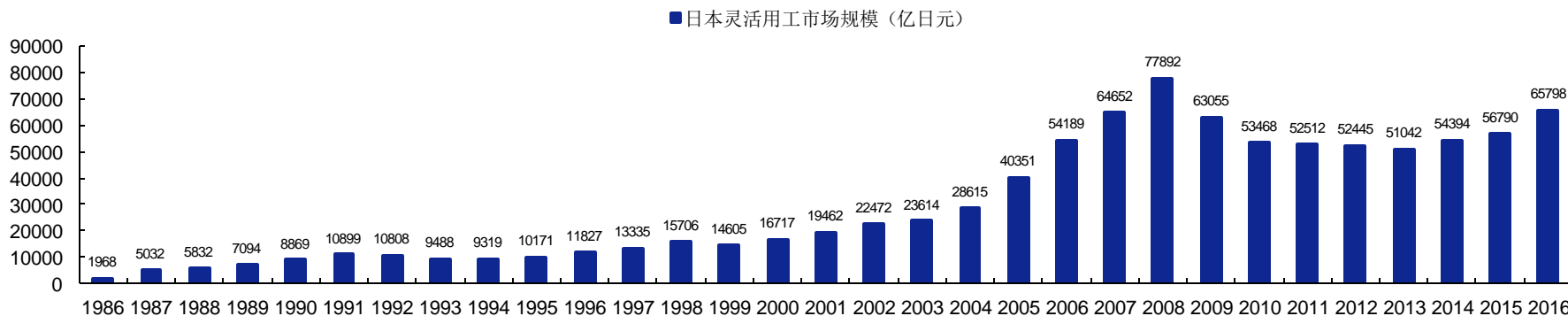


资料来源：国际私营职业中介机构联合会 (CIETT)、安信证券研究中心整理

图72：在日本灵工渗透率提升红利下，灵工市场规模的增速持续且远超日本GDP增速



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

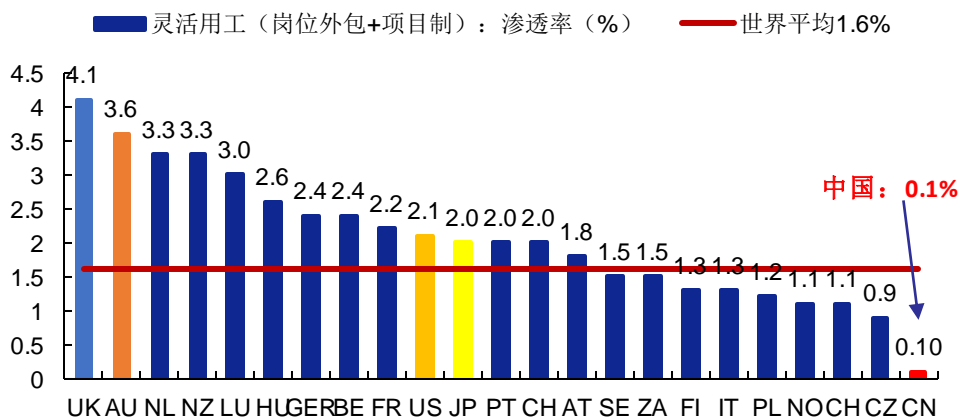


资料来源：JASSA、安信证券研究中心整理

4.3. 海外复盘—人服：灵活用工低渗透率，行业迎来大发展

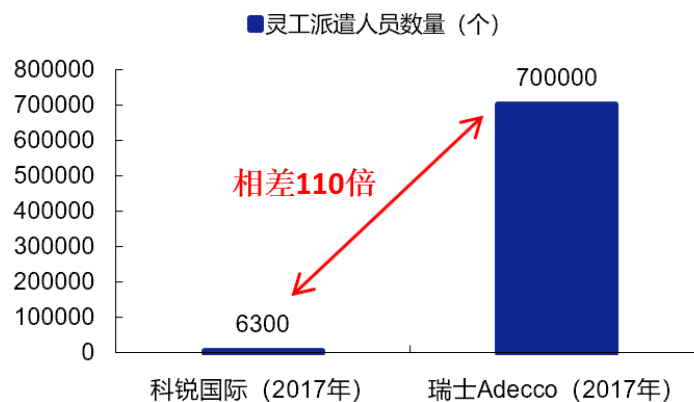
美国和日本灵工渗透率分别达2.1%和2.0%，国内目前不足0.1%（剔除劳务派遣和兼职），发展仍处于初期。

图73：国内灵活用工（剔除兼职）渗透率仅不足0.1%，远低于欧美日



资料来源：WEC

图74：国内龙头科锐的灵工派遣总人数仅欧洲龙头的0.9%



资料来源：科锐国际公告、Adecco 年报、安信证券研究中心

图75：海内外人力资源巨头公司情况一览

集团名称	国家	核心业务	18年营业收入 (亿元 / CNY)	18年净利润 (亿元 / CNY)	18年净利率 (%)	ROE (%)	市值 (亿元 / CNY)	PE TTM
Adecco	瑞士	人才派遣/租赁/安置服务	1873	35.9	1.9%	12.8%	710	19.4x
Randstad	荷兰	人才派遣/租赁/安置服务	1816	48.3	2.7%	14.8%	1455	13.9x
ManpowerGroup	美国	人才派遣/租赁/安置服务	1509	38.2	2.5%	20.6%	385	11.3x
RECRUIT	日本	猎头服务与招聘流程外包	1284	89.6	7.0%	18.9%	4143	46.2x
HAYS	英国	猎头服务与招聘流程外包	591	17.0	2.8%	25.7%	213	14.5x
Persol	日本	人力资源外包	532	5.7	1.0%	5.5%	297	20.1x
Groupe Crit	法国	人才派遣/租赁/安置服务	226	7.9	3.6%	33.4%	56.8	12.3x
科锐国际	中国	人才派遣/猎头服务/RPO	23	1.2	6.2%	16.2%	53.6	38.1x

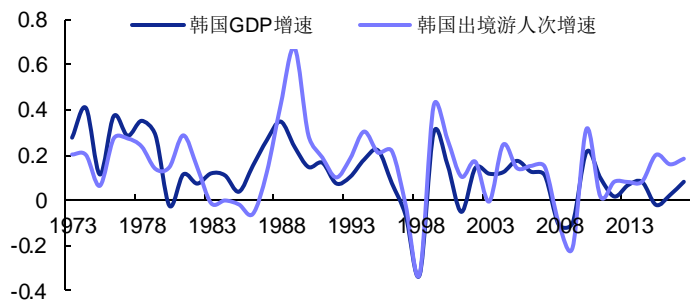
资料来源：Bloomberg, 公司公告

4.4. 海外复盘—出境游：与经济相关，渠道商向上游延伸为趋势

➤ 韩国出境游增速与经济相关性明显，已形成寡头垄断

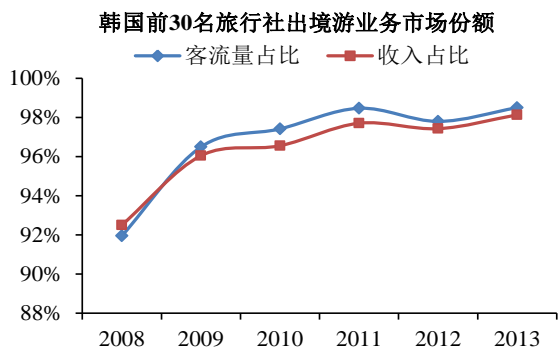
- 韩国出境游历经三个阶段，与GDP增速呈现出明显相关性。零售商市场集中度较高，Hanatour和Modetour占有逾30%市场份额。国内目前出境游的渗透率与海外相比，依旧处于低位。

图76：韩国出境游增速与GDP增速呈现出明显相关性



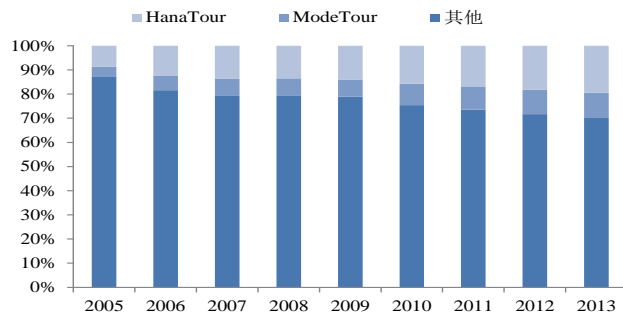
资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

图78：韩国旅行社市场集中度较高



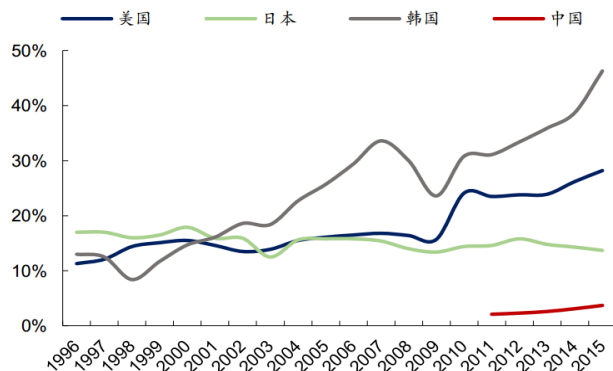
资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

图77：Hanatour和Modetour占市率逾30%



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

图79：国内出境游渗透率远低于成熟市场



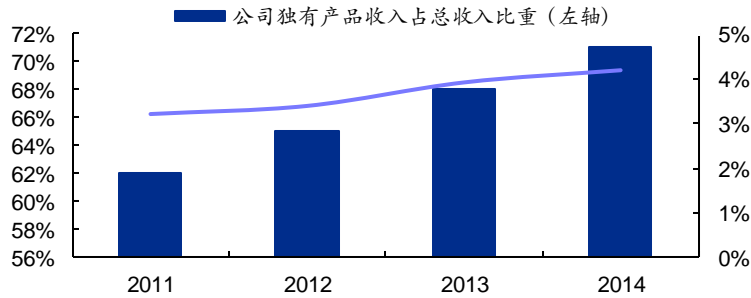
资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

4.4. 海外复盘—出境游：与经济相关，渠道商向上游延伸为趋势

➤ 出境游上游要素资源纵向一体化

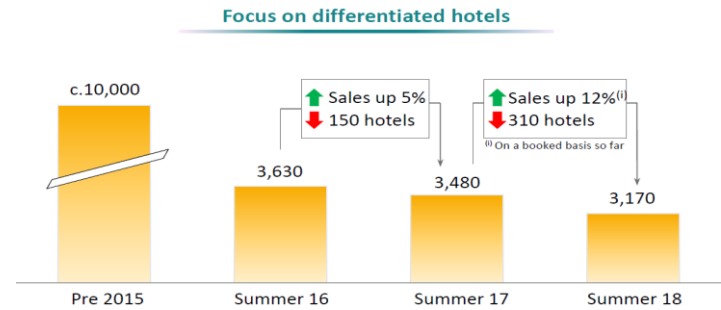
- 欧洲旅游行业历经百余年发展，已经处于成熟阶段，形成了寡头垄断格局。欧洲前两大龙头TUI和Thomas Cook重视上游资源建设，已形成坚固壁垒。

图80: TUI Travel营业利润率随独有产品占比提升而提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图81: Thomas Cook注重品质化酒店管理，从而实现营收增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图82: Thomas Cook持续加码上有航空资源建设

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

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

5. “行业空间+核心壁垒+业绩确定性” 三维度看社服

目前时点我们从“行业空间+核心壁垒+业绩确定性”三维度继续坚定推荐中长期空间依然较大的社服核心双雄“中国国旅、中公教育”以及业绩有望加速估值切换品种“宋城演艺+广州酒家”和中长期成长标的科锐国际

表6：社服细分板块五个层面进行评分

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

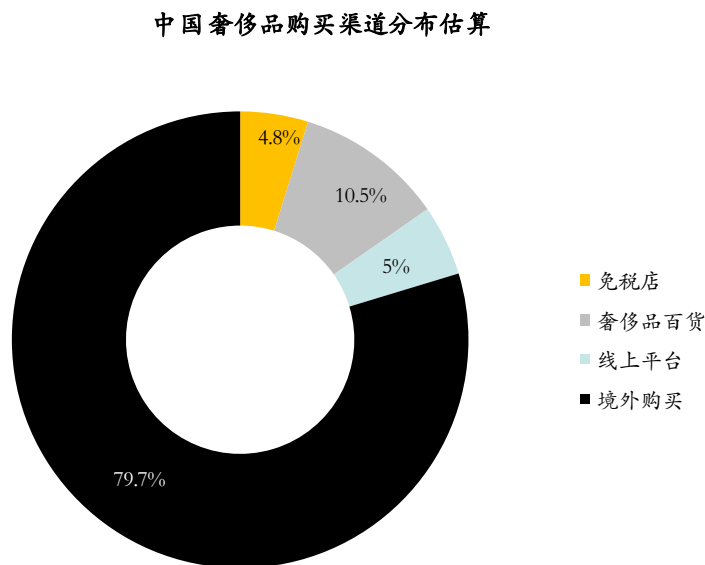
*各维度评分最高为5分，最低为1分，其中业绩增速表示未来2-3年平均增速

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

➤ 供给端：政策意图吸引消费回流，推动免税行业供给侧改革

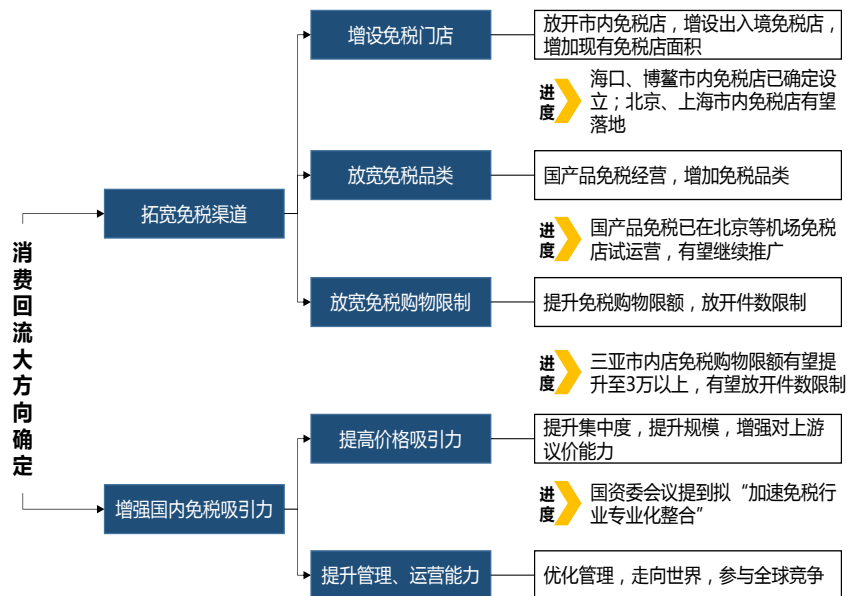
- 奢侈品消费外流严重，政策强调消费回流。根据我们估算，中国免税店仅分得奢侈品市场5%份额，近80%奢侈品由境外直接购买，10%购买自高端奢侈品百货商场，另外5%则通过线上平台购买。我国在海外的巨额消费以及巨大的外汇流出、消费逆差引起了国家对消费回流的重视，国家采取一系列措施引导和促进消费回流。

图：中国免税店仅分得奢侈品市场5%份额



资料来源：开锐咨询，36Kr，搜铺资讯，智库I2，安信证券研究中心

表：政策推动免税行业供给侧改革



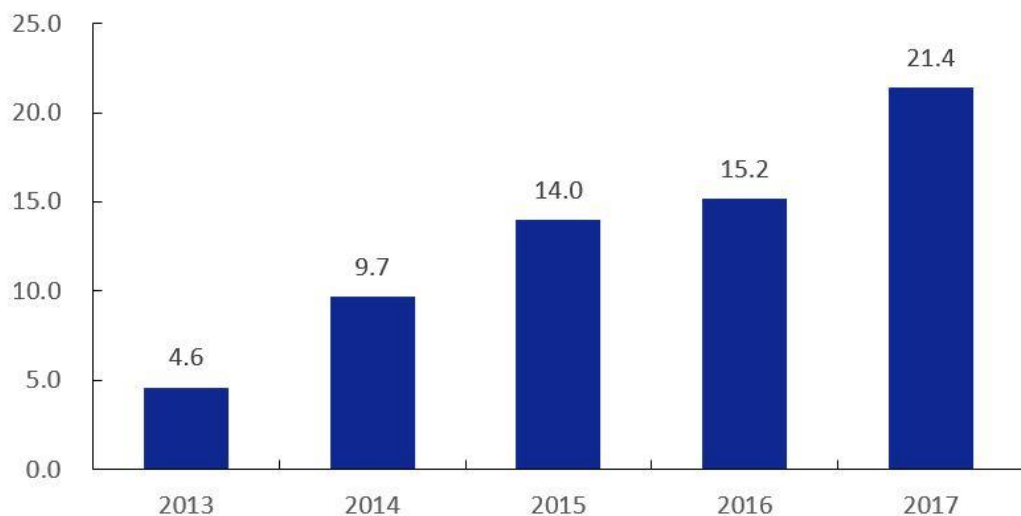
资料来源：安信证券研究中心

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

➤ 拟并表海免，成为海南省唯一免税运营商

- 海免公司主要资产为美兰机场免税店（海免公司持有美兰机场免税店51%股权）。美兰机场免税店2017年全年销售额达到21.4亿元，净利润约2亿元；2018年上半年，免税销售额超12亿元，同比增长近20%。免税行业进一步整合，有望提升中免免税采购规模，提升采购端议价能力，整体毛利有望进一步提升。海口市内免税店以及博鳌市内免税店有望由中免和海免合作经营，中免集团有望在海南免税中享受供货、物流方面的协同优势，提升经营效率。

图 58：美兰机场免税店销售额稳步提升（亿元）



5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

➤ 拟并表海免，成为海南省唯一免税运营商

表 21：海口市国际免税城项目各地块规划

宗地座落	规划用途	容积率	占地面积 (㎡)	建筑面积 (㎡)	地上建筑面积 (㎡)	出让年期	成交价 (万元)	定位	开发期限	投资额
地块五	商业用地 (B1)	≤2.26	88,566	255800	141000	40 年	41,203	世界最大单体免税商业及旅游购物目的地	一期 (36 个月)，预计 2022 年起运营	58.8 亿元
地块二	商业用地 (B1)	≤2.5	16,561	56976	41403	40 年	7,872	乐活品质格调生活空间		
地块三	二类居住用地 (R2)	≤2.8 (人才公寓)	28,632	104557	80170	70 年	19,825	国际旅游中心特色型滨海品质居住空间		
地块一	商务金融用地 (B2)	≤2.5	31,175	107686	77938	40 年	14,784	承载港城产业的甲级写字楼	二期 (42 个月)，预计 2025-2026 年起运营。	69.8 亿
地块四	旅馆用地 (B14)	≤2.8	21,256	75559	59516	40 年	11,074	陆港门户尊贵格调五星级酒店		
地块六	商业用地 (B1)	≤1.7	137,324	334010	233450	40 年	61,167	海南世界级度假型商业街区		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

➤ 拟并表海免，成为海南省唯一免税运营商

- 海口市国际免税城项目规划落地，定位超越海棠湾。2019年7月16号，中国国旅发布公告称拟投资人民币 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设。**海口市国际免税城项目定位超越海棠湾免税店，具有重要战略意义。**项目整体定位为“环球体验交互式港城融合新领地”，围绕“全时全季、城市半岛、超前规划、港城一体、270°观海”等特色，打造集辐射全球的文化体验互动式的主题嘉年华和前沿多元的海港风情购物乐园于一体的大型综合体，使之成为引领都市生活新方向和助推城市经济发展的新引擎。

图 59：地块示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

➤ 海南自贸港建设或已有预期，对中国国旅实质影响极为有限

- 2019年11月5日，国家主席习近平在第二届中国国际进口博览会开幕式上提到，“中国将继续鼓励自由贸易试验区大胆试、大胆闯，加快推进海南自由贸易港建设，就是我们的海南省，全省建成自由贸易港。打造开放新高地。”再次提及建设海南自贸港，引发市场对中国国旅海南省免税经营权垄断性的担心。
- **海南省建设自有贸易港的政策规划，市场早有预期。**
 - 2018年4月，习总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上首次提出，将支持海南全岛建设自有贸易试验区，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。
 - 2018年10月16日，国务院发布关于同意设立中国(海南)自由贸易试验区的批复
 - 。2019年3月7日，海南省财政厅厅长在TFWA年度峰会上表示“在全岛建设自由贸易港阶段，免税特许经营权将不再存在，免税经营不再限定某个区域和某个商店，除负面清单限制的商品外，自贸港流通的商品都是免税品”。
- **海南建设自贸区，中短期内对国旅无影响，长期看有望受益于增量客流。**
 - ①海南省建设自由贸易港需要进行大量基础设施建设，短期内无法落地，我们预计最快在2025年之后才有望逐步推进，在自由贸易港政策落地之前，中免仍将享受独家免税经营权，具有充足的时间调整经营、应对挑战；
 - ②自由贸易港政策实施之后，海南省客流必将大幅增长，中免有望依托极强的先发优势（门店选址、规模、品类丰富度方面），在竞争中占得先机。中长期来看海南自贸港的建设将带动免税增量市场，有望扩大客流群体、提升人均消费水平。

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

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

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

市内店打开新空间、海外扩张稳步推进，表：北京及上海市内免税店空间测算

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

表：中免集团全球化之路

资料来源：Wind，公司公告，世邦魏理世，安信证券研究中心

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

资料来源：人民网，中新网，新浪财经，新旅界，公司公告，安信证券研究中心

5.1 免税：政策+需求共促，龙头地位稳固

► 业绩预测：预计未来3-5年仍保持高速增长

单位：亿元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计	营业收入	224.3	282.9	470.0	451.9	477.4	535.8
	YoY		26%	66%	-4%	6%	12%
	净利润	18.0	26.0	30.8	46.7	50.8	57.9
	YoY		45%	18%	30%	47%	14%
三亚	收入	47.1	60.8	80.1	104.1	135.4	163.1
	YoY		29%	32%	30%	30%	20%
	净利润	5.3	9.1	11.1	12.5	16.8	19.7
	YoY		71%	21%	13%	34%	17%
中免作为经销商 供货给海棠湾获 利润	利润	4.7	6.1	8.0	9.4	12.2	14.7
传统免税	收入	26.3	27.0	32.0	35.2	38.7	42.6
	净利润	5.5	3.7	5.2	6.3	7.0	8.9
免税批发	收入	14.8	14.2	15.5	28.0	15	15
	净利润	1.5	1.4	1.5	3.3	2.0	2.0
有税	收入	6.0	7.6	11.1	15.0	11.1	11.1
	净利润	1.0	1.3	1.9	2.3	2.4	2.5
首都T3	收入		43.1	73.9	85.7	97.7	107.5
	净利润		3.5	1.1	2.1	1.7	1.9
首都T2	收入		3.5	14.7	15.5	16.2	
	净利润		0.4	0.7	0.9	0.9	
香港机场烟酒段	收入			30.0	26.6	27.9	29.3
	净利润			-2.2	-0.1	0.7	0.8
日上上海	收入			104.5	131.3	151.7	167.2
	净利润			4.8	4.27	6.1	6.7
白云机场	收入				20.0	22.0	24.2
	净利润				1.2	1.5	1.7

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显

经济转型期人才结构需与产业匹配，职业教育被提上前所未有的政策高度

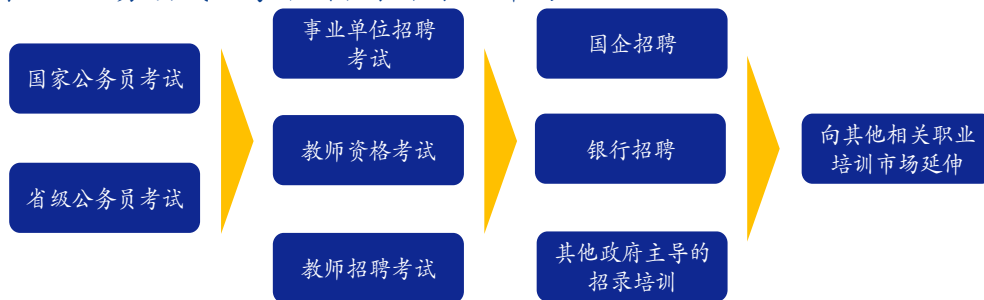
- 从历史来看，国家数次发文强调职业教育建设，但是此次达到了前所未有的政策高度。我们认为：此前中国制造业处于全球分工的最末端，对人才的需求并不迫切，大量文化程度较低的农民工即可满足需求；但是目前中国已经进入经济转型期，所需求的人才具有结构性的变化，而市场自发性的人力供给具有严重的滞后性，政府通过大力鼓励职业教育，对人力供给结构进行调整。
- 2018年以来，职业教育支持政策密集出台：
 - ① 国务院职业教育工作部际联席会议制度
 - ② 《国家职业教育改革实施方案》
 - ③ 《2019 年政府工作报告》中，对职业教育关注度远超往年
 - ④ 《中国教育现代化 2035》
 - ⑤ 《加快推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

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显

► 中公教育：依托“研发+布点”先发优势，拓展职教大市场

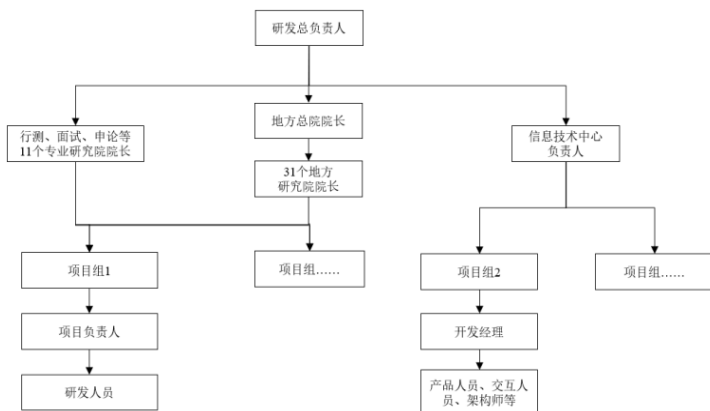
- 中公教育依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场，市场空间巨大；且政策加持+教育行业逆周期属性，护航公司高成长。

图：从优势领域公考培训拓展职教大市场



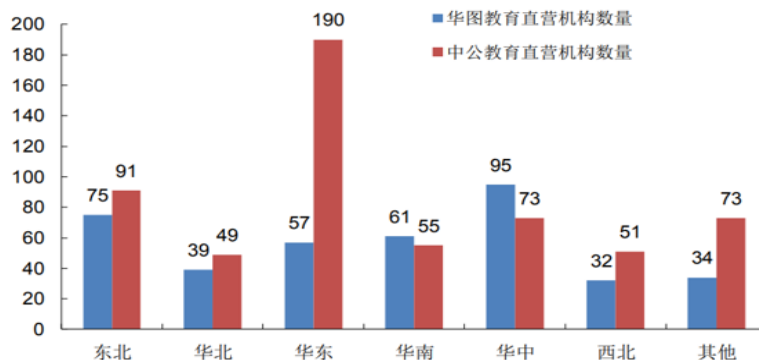
资料来源：安信证券研究中心

图：“专业X地域”矩阵式研发架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图：中公教育直营机构数量布局更为广泛



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显

► 中公教育：依托“研发+布点”先发优势，拓展职教大市场

- 中公教育2019Q1-Q3实现营收61.59亿元/+47.67%，归母净利9.59亿元/+77.15%，归母扣非净利8.89亿元/+74.09%；业绩量价齐升，盈利能力持续优化。我们预计公司2019年-2021年净利润分别到18.25/24.92/34.30亿元，对应增速分别为58%/37%/38%。
- 国考、事业单位、教师多方释放利好，有望助推2019Q4实现超预期。2020年国考招录24128人，较2019年国考增加66%，且政策继续向基层倾斜，而中公教育已经实现深度下沉，低线渗透率高的中公教育有望率先受益。此外，事业单位招聘持续放量，教师

表：关键科目对比

	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-3	2018Q3	2019Q3
收入(亿元)	20.76	25.84	40.31	62.37	36.37	61.59	17.26	25.22
YoY		24.48%	56.00%	54.72%	48.75%	47.67%		46.12%
销售商品、提供劳务收到现金(亿)	23.31	33.78	45.1	65.64	74.76	83.3	4.62	8.54
YoY		44.92%	33.51%	45.54%	37.28%	41.00%		84.85%
%收入	112%	131%	112%	105%	206%	135%	27%	34%
经营性现金流净额(亿元)	5.53	11.53	9.99	14.08	43.55	30.43	-9.81	-13.12
YoY		108.50%	-13.36%	40.94%	39.08%	41.53%		-
%收入	27%	45%	25%	23%	120%	49%	-57%	-52%
预收款项(亿元)	6.34	13.59	17.03	19.20	56.57	39.18	-13.18	-17.39
YoY		114.36%	25.35%	12.74%	22.50%	18.73%		-
%收入	31%	53%	42%	31%	156%	64%	-76%	-69%
归母净利润(亿元)	1.61	3.27	4.95	11.13	4.93	9.59	3.29	4.66
YoY		103.11%	51.38%	124.85%	132.18%	77.15%		41.62%
%收入	8%	12.7%	12.3%	17.8%	13.6%	15.6%	19.1%	18.5%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显

➤ 中国东方教育：聚焦职业技能培训，扩网点+扩赛道并举探索增量空间

- 中国东方教育定位职业技能教育，以烹饪技术为基石，拓展业务至信息技术、汽车服务等多方面的培训。公司三大方向六大品牌业务格局成熟，均处板块龙头地位。近年来公司业绩增长强劲，截至 2018 年，共运营 145 所学校及 18 所定制烹饪体验中心，平均培训人次达 12.4 万。受益于公司业务规模不断扩大平均培训人次增加及生均学费的增长，2015-2018 年公司收入年复合增长率为 20.6%，净利润增速为 15%。公司于 2019 年 6 月 12 日登陆港股，开始全新发展阶段。

表：公司旗下主要业务品牌（截止 2018 年）

业务板块	品牌	创立时间	运营学校（所）	平均培训人次
烹饪技术	 新东方烹饪教育	1988年	50	69141
	 Omick	2016年	23	3106
	 美味学院 — CUISINE ACADEMY — — 特色美食培训 —	2017年	18	577
信息技术	 新华电脑教育	1997年	24	31023
	 WISEZONE 华信智原™	2005年	22	1364
汽车维修技术	 万通汽车教育	2017年	26	19323

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显



中国东方教育



赛道对比	定位	技能培训	依托选拔培训，拓展职业教育全赛道
	行业空间	<p>厨师培训64亿；</p> <p>汽修培训38亿；</p> <p>IT培训603亿</p>	<p>公考培训约300亿；</p> <p>其他考试培训约300亿；</p> <p>考研培训约300亿；</p> <p>拟开拓技能培训更广阔空间</p>
核心竞争力		<p><u>就业</u>：已积累起深厚的产业资源，建立了紧密的校企合作关系；</p> <p><u>学历帮助</u>：①26所学历学校；②28所学校为函授站点；③帮助学生参加成人高考，实现升学</p>	<p>①作为公考培训的龙头企业，已经构筑了极高的研发壁垒；②此外网点高速扩张，已经实现了深度的下沉，未来有望依托网点优势，实现新业务的高速发展</p>
	特征	多为未获得高等学历的学生，包括初中毕业辍学及高中毕业辍学学生	多为已接受高等教育的学生为参加进一步选拔
生源	学生人数	12.4万人	119.2万人
	生均收入	26339元	5232元
研发	特征	总部-业务分部-学校三层研发体系	专业X地域矩阵型研发体系
	研发费用率	0.87%	7.29%
设备投入	资产特征	设备占固定资产比例：59%	房屋建筑占固定资产比例：57%
	折旧及摊销占收入比例	11%	2%

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显



中国东方教育



营 销	特征	<u>生源地理位置相对分散</u> ，毕业辍学后大概率返乡或参与工作，无聚集区域，多用 <u>广告进行大范围宣传</u>	<u>生源地理位置相对集中</u> ，以聚集在高等院校为主，多采用 <u>扩张网点</u> 的方式进行营销宣传
	生均销售费用 (2018)	5228元	924元
	销售费用率	19.85%，其中广告开支/收入约为10.86%	17.67%，其中职工薪酬/收入约为11.80%
师 资	特征	<u>相对资深</u> ，多为具有逾五年的从业经验	<u>资历较轻</u> ，为经过一定培训的年轻毕业生
	生师比	29	126
	师均成本	11.21万元/年	12.24万元/年
现 金 流	经营性现金流净额与归母净利的比例基本稳定，差异主要来自较大规模的折旧费用和学生预付学费形成的合约负债		现金流与利润错期较为明显，但随着业务结构多元化正在逐步缓解
扩 张	五个区域中心+扩建地方网点+延伸其他职业培训赛道（如美业等）		下沉营销网点，扩展其他考试培训及技能培训赛道
估 值 方 法	估值锚	校园使用率、招生规划	岗位招聘人数
	估值方法	绝对估值：中国东方教育主营业务现金流较为稳定，我们认为采用现金流折现的方法可以较准确地反应公司价值；而中公教育现金流不确定性较高，不适合现金流折现估值。 相对估值：由于培训教育相对于学历学校而言增速更快、市场空间更大，应该给予更高PE，但是中国东方教育旗下含有部分学历教育，且教学模式与学历教育相近（课程偏长期），所以我认为，学历学校PE<中国东方教育PE<培训教育PE较为合理。	

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

5.2 职业教育：政策高度支持，逆周期属性明显

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

表：民办高教板块龙头估值表

股票代码	公司名称	最新市值（亿元港币）	收入（亿元人民币）			归母净利（亿元人民币）			PE	
			FY18	FY19/E	FY20/E	FY18	FY19/E	FY20/E	FY19/E	FY20/E
0839.HK	中教控股	216.16	-	20.15	25.47	-	7.01	9.09	27.60	21.28
1569.HK	民生教育	55.44	6.87	9.85	11.86	3.33	4.12	4.99	12.04	9.94
2001.HK	新高教集团	42.38	7.07	10.72	13.22	2.43	3.64	4.70	10.42	8.07
2779.HK	中国新华教育	45.20	4.40	5.03	7.19	2.56	3.13	4.18	12.92	9.68
6169.HK	宇华教育	149.27	11.98	16.60	22.38	5.31	7.06	9.30	18.92	14.36
1765.HK	希望教育	84.00	11.01	13.20	16.53	1.68	4.37	5.99	17.20	12.55

资料来源：Wind一致预期，安信证券研究中心

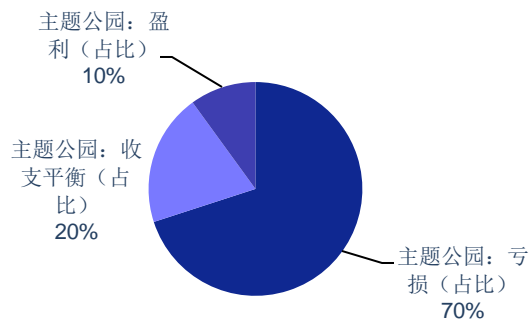
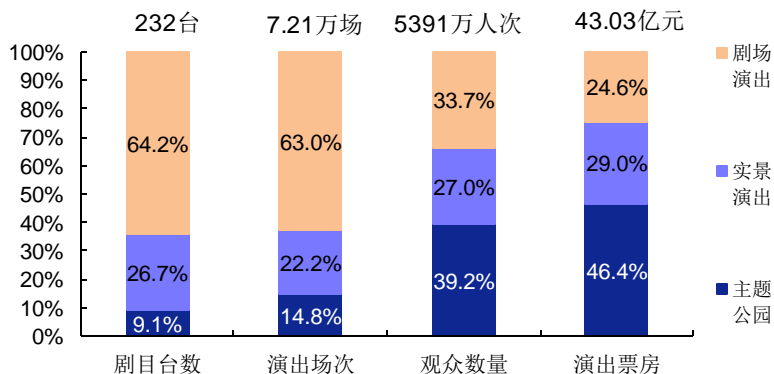
5.3 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

► 旅游演艺：主题公园强盈利+龙头市占率提升+潜在标的多+千古情独占鳌头

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

图99：2016年我国旅游演艺市场中三种演出模式的占比

图100：国内90%主题公园不挣钱，有效供给实质稀缺



资料来源：道略文旅产业研究中心

表17：三个不同类型的旅游演出区别及代表作

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

资料来源：道略文旅产业研究中心，安信证券研究中心整理

5.3 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

➤ 千古情盈利能力：50%净利率+4年回本，处于景区顶尖水平

图101：宋城的千古情在盈利能力及投资回收期等方面的业内顶尖优势被市场忽视

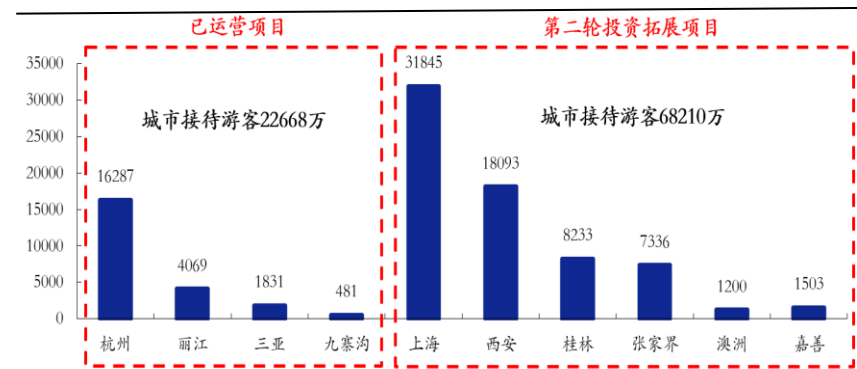
	千古情模式	景区平均	
① 培育期:	仅2~3年	4~6年	➡ 项目实际培育期大多超预期
② 净利率:	50~55%	20~35%	➡ 净利率基本属于景区顶尖
③ 投资额:	3~5亿元	5~20亿元	➡ 强大盈利无需前期房地产支持，模式纯正
④ 回收期:	4年	7~12年	➡ 低投资+高回报，千古情投资回收期业内领先

资料来源：公司公告,安信证券研究中心

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

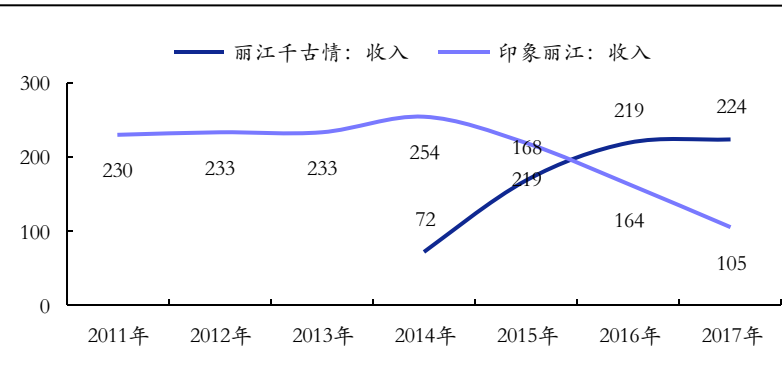
②回收期：根据公告，我们将三亚和丽江的项目按照（净利率+固定资产折旧+摊销）来测算其初期投资的现金回收期，得到的结果分别为三亚和丽江均在开业后的第4年现金回本。

图102：公司第二轮项目业态更丰富，且所在地客流为第一轮3倍



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图103：丽江千古情开业后，印象丽江收入3年累计下滑59%



资料来源：公司年报

5.3 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

➤ 宋城演艺：首轮扩张期间估值业绩双击，现已至二轮红利释放期

图104：宋城第一轮扩张期间，业绩与估值中枢上移且估值先行；目前公司已经进入第二轮扩张红利的初期，实现逆市上行，潜力可期



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

注：公司股价及创业板指的涨幅均以2011年1月4日为基准日

宋城演艺：2020年西安、上海项目开业，景区业绩有望加速上行

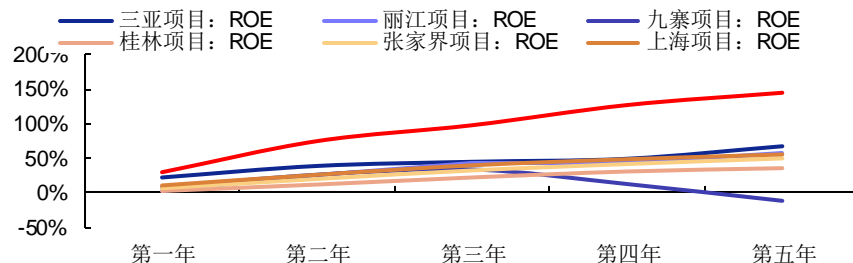
- 西安千古情：文旅重镇客流充足，“轻”资产规模大产品力突出，爆款项目盈利能力有望居众自营项目之首。

图：西安项目位于市区前往兵马俑必经之路



资料来源：百度地图

图：西安千古情公司仅出资2~3亿元投资，ROE有望居首



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

表：西安旅游演艺竞争格局：西安千古情主打演艺集群，产品优势更为突出

演艺项目	隶属公司	演艺形式	门票价格	剧场规模	演出时长	项目选址	开业时间	景区
西安千古情	宋城演艺	演艺+主题公园	预计280元	3000-4000人	60分钟	浐灞生态区	2020年	西安千古情景区
长恨歌	陕西旅游集团	室外实景演出	198元	2600人	70分钟	华清宫景区	2006年	华清宫
骆铃传奇	华夏文旅集团	室内剧场演出	248元	约3000人	60分钟	华夏文旅大剧院	2017年	华夏文旅海洋公园
梦回大唐	曲江文旅	室内剧场演出	198元	606人	70分钟	大唐芙蓉园	2005年	大唐芙蓉园
西安事变	陕西旅游集团	室内剧场演出	169元	约500人	60分钟	华清宫景区	2016年	华清宫
大唐女皇	曲江文旅	室内剧场演出	218元	约500人	70分钟	唐乐宫剧院	2016年	西安城墙
秦俑情	政府推出	室内剧场演出	238元	1838人	60分钟	秦皇大剧院	2018年	秦始皇兵马俑博物馆

表：西安项目预计在投资额上将成为各直营千古情之最，建设规格最高

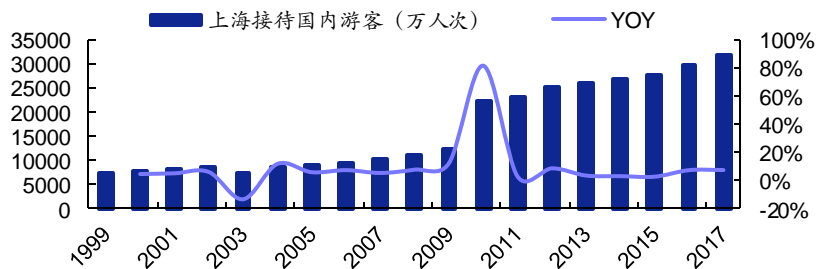
	项目投资额	城市游客数 (万人次)	相邻景区	景区客流 (万人次)
三亚	约5亿元	2243	南山	499
丽江	约5亿元	4643	玉龙雪山	432
九寨	约3亿元	2370	九寨沟	500
桂林	约6亿元	1750	漓江	442
张家界	7~8亿元	8522	武陵源	3029
西安	12~13亿元 (公司投资2~3亿元)	24739	秦皇陵	858
上海	8~10亿元	31800	迪士尼	1100
佛山	7~8亿元	5424	西樵山	730

资料来源：公司公告，公开资料整理

➤ 宋城演艺：2020年西安、上海项目开业，景区业绩有望加速上行

- 上海千古情：上海项目的成功或将打开城市演艺发展空间，进一步提振估值。

图：上海市17年3.2亿人次，迪士尼17年接待量1100万人次，全市旅游人次基数庞大



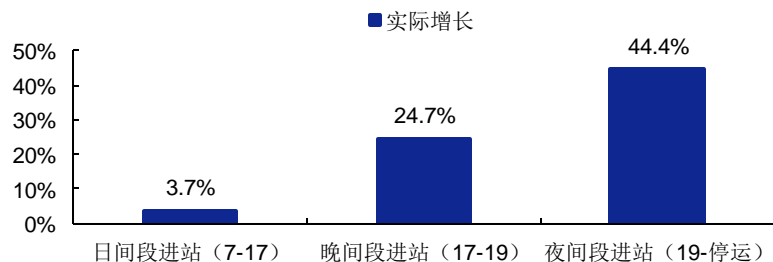
资料来源：百度地图

图：《上海一秀》国际歌舞秀



资料来源：公司官网

图：2013-19年上海休息日地铁夜间进站人群大幅增长，侧面体现夜经济快速发展



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图：《我回上海滩》沉浸式演出



资料来源：公司官网

- 对比百老汇：纽约百老汇以多样化的经典剧本为内容核心，诞生了《歌剧魅影》、《狮子王》、《Chicago芝加哥》、《Cats猫》经典城市演艺作品。宋城《上海一秀》，定位歌舞剧而非百老汇的戏剧和舞台剧，以歌舞效果为重而非经典剧本，复制的潜力在于不同城市的布局而非单一城市的演艺节目持续增多。未来上海项目如果成功后，千古情为主+一秀为辅的演艺内容或有望在重庆、北京等实现复制，短期有望为公司估值带来提振。

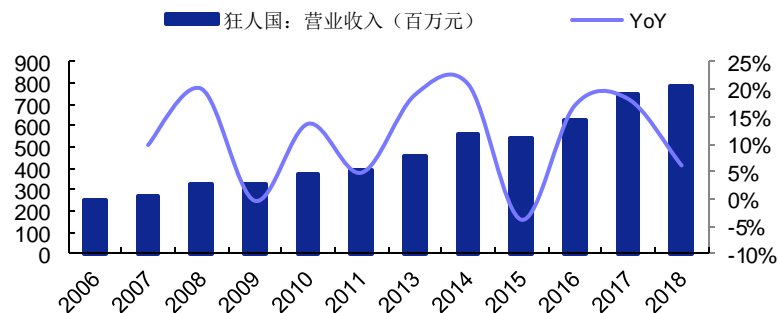
➤ 他山之石：法国狂人国和美国奥兰多深受观众喜爱背后的成功秘诀？

- 狂人国：成功核心来自对演出内容的极致追求。

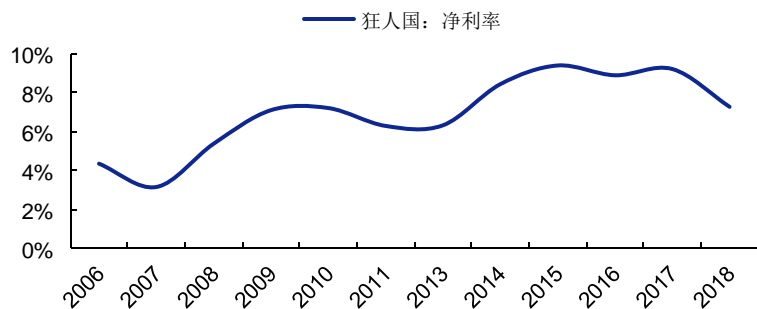
图：Les Vikings 维京人演出



图：狂人国过去12年营收CAGR为10.15%



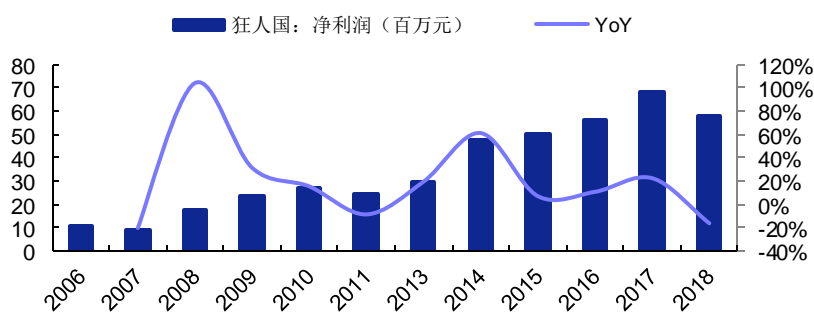
图：狂人国净利率整体呈上升趋势，近年7%~9%左右



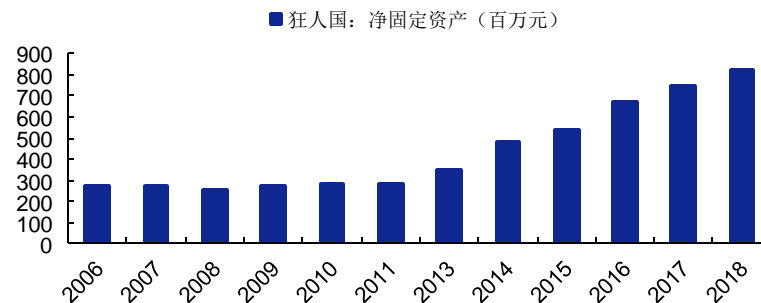
图：Le Secret De La Lance 矛的秘密演出



图：狂人国过去12年净利润CAGR为14.92%



图：狂人国利润均再投入园区扩张，净资产持续提升



► 他山之石：法国狂人国和美国奥兰多深受观众喜爱背后的成功秘诀？

- 奥兰多：迪士尼+环球影城差异化定位形成正循环效应，自带流量乐园集群标杆。奥兰多的主题乐园产业发展起始1960年代，得益于乐园集群、气候温暖、政策支持、交通便捷，先后吸引了迪士尼、环球影城两大重要项目布局。
- 5大原因推动其成功：1) 迪士尼环球影城相辅相成且差异化定位，实现亲子+年轻人全年龄段覆盖；2) 超级文化IP全球渗透，成为国内外巨大流量入口；3) 奥兰多气候温暖可全年&全天候营业，符合西方度假偏好且规模效应强；4) 各大乐园之间交通网络密集且停车便捷，方便出行提升联动效应；5) 集群效应进一步推动多日游，提升酒店餐饮等二次消费。

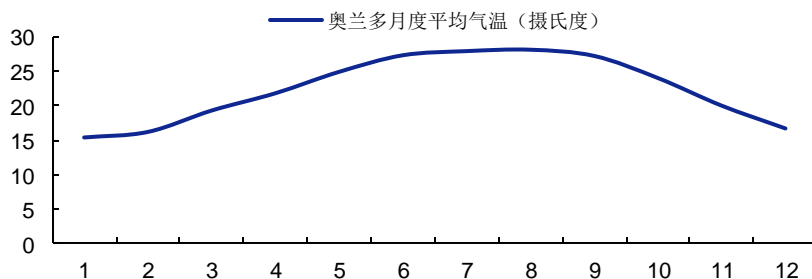
图：迪士尼塑造的经典形象——米老鼠、白雪公主



图：迪士尼世界内、外部交通系统便捷



图：奥兰多月度平均气温温暖，可实现全年&全天候营业



图：迪士尼&环球影城差异化定位，实现全年龄段覆盖



➤ 珠海演艺谷：演艺内容丰富+长隆乐园集群+未来交通便捷，新旗舰可期

- 我们认为珠海演艺谷在模式上可对标法国狂人国、选址上可对标美国奥兰多，并从5个层面判断，盈利能力无需过度担忧，并有望打开宋城中长期新市场：
 - ① 演艺内容优势：宋城凭借20多年演艺经验+三大模式助力（自主开发+购买经营权+驻场演出）下，28台剧的演出内容和观众满意度可以得到保障；
 - ② 财务成本优势：以传统文旅项目投资30亿元人造景区为例，其银行借款往往需要达到20亿元，8%的行业平均利息下，对应每年高达1.6亿元财务费用，而宋城的珠海演艺谷非一次性投资（19Q3季报高管交流中明确强调），且良好的现金流同样可使财务费用相比同行可压缩至更低水平，对应部分则将节省下来成为当年利润，缩短了项目爬坡期及单项目业绩体量；
 - ③ 全年营业：珠海&西塘均为南方温暖气候可全年营业，相比每年仅能开业5~7个月（冬季气候寒冷需闭园）的法国狂人国具备气候优势，无需面临淡季“会计亏损”的局面；
 - ④ 客群优势：中长期定位全国旅游目的地，潜在客群辐射14亿人口的全国庞大人口红利，相比仅针对法国游客为主的狂人国客群优势更大；
 - ⑤ 客单优势：散客占比更高+二消比重大推动客单价相比千古情更高，预计两大项目成熟期下，保守预计西塘和珠海演艺谷的业绩可分别至2~4亿元。

图：珠海宋城演艺谷项目设计图



资料来源：公司官网

图：金海大桥等桥梁建成后加强珠海东西城区连通



资料来源：中国交建

➤ 西塘演艺谷：古镇联动+年轻客群+辐射长三角，周末休闲游潜力大

- 西塘演艺谷主要包括三大集群：主题公园集群+民宿度假及主题酒店集群+剧院集群，以及艺术街区、科技体验和休闲商业区等。旗舰剧《吴越千古情》根植西塘当地文化，为西塘古镇注入文化元素与演艺的核心竞争力。该项目总占地约350亩。一期投资10亿元，占地132亩，主要建设4个大型剧院、特色街区和商业综合体，总建筑面积15万平方米，将于2021年开业。
- 古镇旅游以休闲和文化体验为核心，传统的古镇观光游玩形式较为单一，因此短途一日游是古镇旅游的主体，出游时间主要集中在周末及小长假，而西塘演艺谷的建成有望联动西塘古镇，丰富古镇游玩项目形态，提升游客过夜率。2018年西塘国内外游客接待人数达到1016.3万人次，实现旅游相关收入32.1亿元，西塘千古情距离西塘古镇仅1.3公里，有望享受协同效应。

图：西塘演艺谷区位优势明显，适合长三角短途休闲游



图：西塘演艺谷重点剧《吴越千古情》



图：西塘演艺谷一期鸟瞰图（核心4个大型剧场）



图：西塘演艺谷未来规划的大型实景演出效果图



5.3 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

► 宋城演艺：盈利预测

1) 短期：在2020年西安和上海项目推动下，预计明年景区主业14.0亿元/+30%，给予38倍PE，对应宋城2020年短期目标市值约532亿；

2) 中长期：城市演艺+演艺谷新模式助力，预计宋城演艺在二轮项目扩张+西塘演艺谷+珠海演艺谷下，2024年景区业绩体量或有望至28.0亿元，中长期成长潜力可期。

表：18年景区主业业绩8.76亿元，预计19-24年二轮项目&九寨重开后可再增厚16.8亿元，24年景区业绩28.0亿元

分类	项目	预计开业时间	对标	持股比例	成熟期 (预计)	收入规模 (预计)	利润规模 (预计)
自建	桂林千古情	2018年7月 (A)	丽江	70%	2023	4.2	1.7
	张家界千古情	2019年6月 (A)	丽江	100%	2023	3.1	1.4
	西安千古情	2020年3月 (E)	杭州	80%	2024	5.6	3.0
	上海千古情	2020年5月 (E)	杭州	100%	2024	4.2	1.6
	佛山千古情	2021年 (E)	九寨	100%	2024	2.5	1.0
	西塘演艺谷	2021年 (E)	-	100%	2024	4.5	1.3
	澳洲项目	规划中	-	100%	-	0.0	0.0
	珠海演艺谷	2021年 (E)	-	100%	2024	8.1	2.5
	九寨沟千古情	2021年正常营业 (E)	-	100%	2024	2.4	1.1
轻资产	宜春千古情	2018年12月	宁乡	不持股	-	0.45	0.30
	郑州千古情	2020年3-4月	宁乡	不持股	-	0.57	0.38
电商销售	新项目网上购票 (上述项目的对应部分)					4.6	2.1
合计增量						40.3	16.8

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

注：①：我们模型采用各项子公司报表来预测，因此各地千古情和演艺谷在宋城艺龙旗舰店、官网等线上渠道购票的散客部分利润计入至电商业务；

②：开业时间中，“A”为实际开业时间，“E”为预计开业时间。

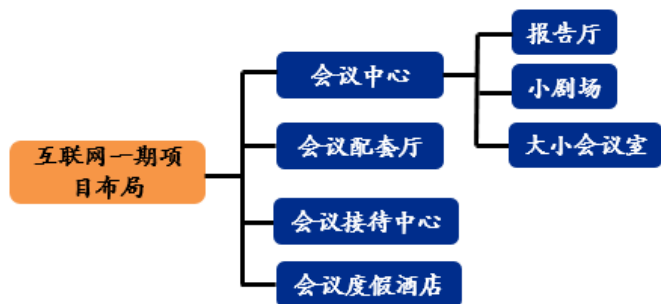
风险提示：中长期业绩因项目及投资规划变动带来的业绩不确定风险，第二轮扩张项目开业时间不及预期风险、天气、地震等不可控因素影响客流风险等。

5.3 休闲景区：推荐演艺龙头宋城演艺，关注中青旅

中青旅：①乌镇2018年以来客流持续下滑，但在19年春节假期期间客流和营收迎来恢复性增长（均同增3~4%）、五一客流同比增长21%；②京能10%的古北股权划转落定，中长期享受古北水镇更多的成长红利；③公司18年末总裁等高管换届，19年管理效率和激励制度有望迎来显著改善；④中长期：受益乌镇会展外延推进+古北水镇客流增长+大股东资金资源支持，中长期仍有望持续成长。预计公司19-20年业绩6.0亿元/6.4亿元，增速0.6%/7.2%，对应PE 15x和14x，估值处于历史底部位置。

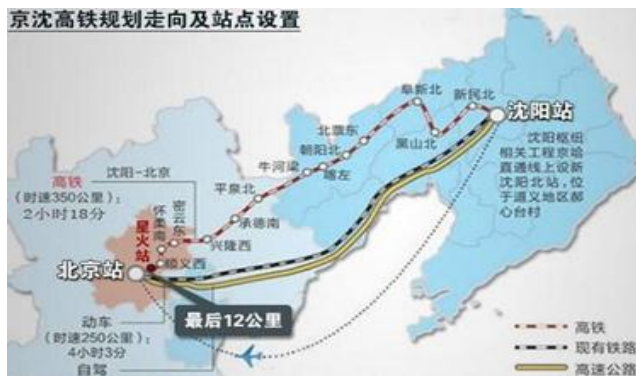
风险提示：客流增长不达预期，政府补贴未落实，传统业务减亏不达预期等。

图 105：乌镇互联网一期19年初已投入使用，二期预计20年投运



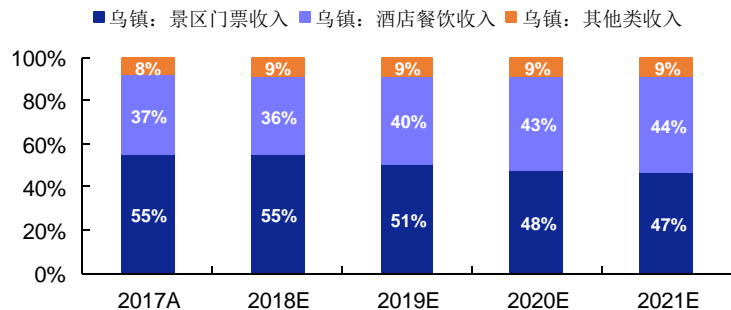
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 107：京沈密云段预计2020年末通车，有望为古北带来大交通红利



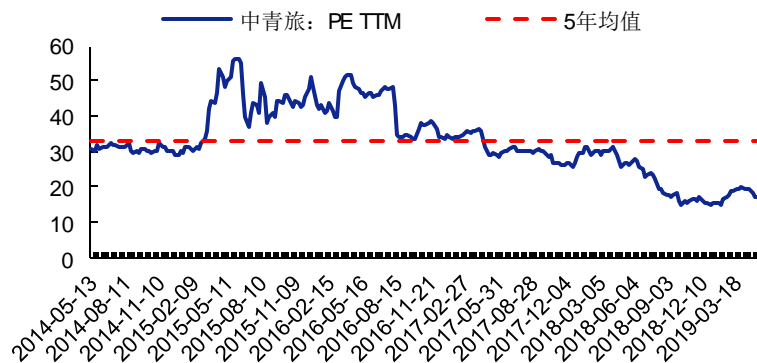
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 106：乌镇非门票收入预计占比在17-21年期间提高8 pct



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 108：中青旅PE TTM仅17x，远低于5年均值33x

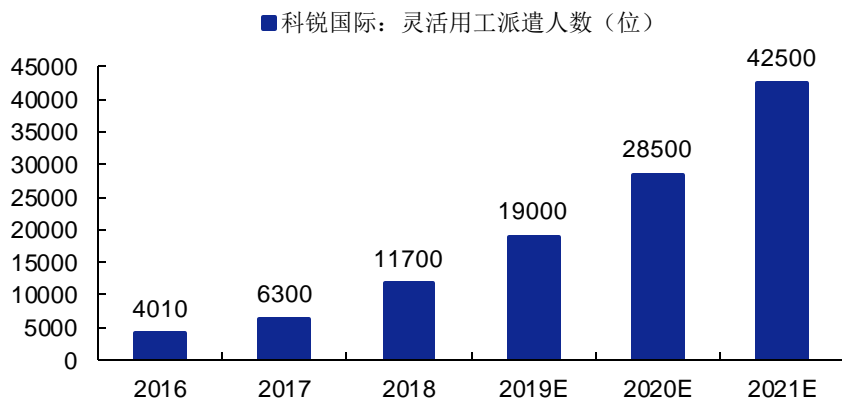


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.4 人服：灵工行业发展潜力大，中长期看好科锐

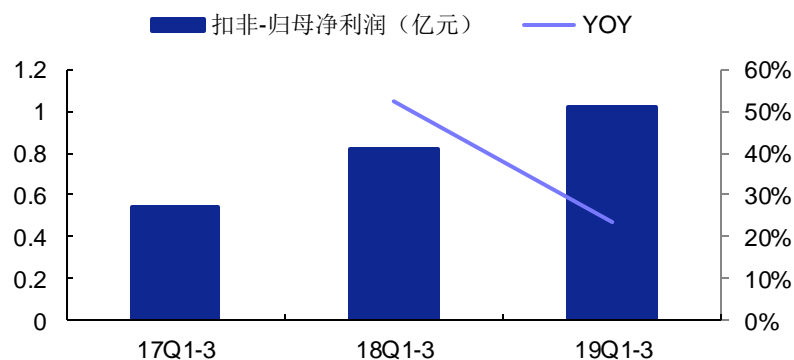
- **科锐国际：**①行业层面：国内目前灵工从业人数（项目制+岗位外包）仅约40-50万人，占总劳动人口比例不到0.1%，对比发达国家平均约2.0%的渗透率仍处发展初期，未来5~8年行业有望实现复合增速23%+的高成长。②公司层面：科锐为国内灵工的民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，灵工领先优势有望扩大，实现高于行业的业绩增速，猎头和RPO业务短期受宏观影响增速有所放缓，但HR SaaS和即派等新兴业务快速发展，中长期成长仍旧向好。⑤我们估测公司19年内生业绩1.17亿元/+7.2%，investigo权益利润2230万元，整体业绩1.40亿元/+19.2%，2019-21年业绩复合增速25.0%，对应19年PE 38.2x。
- **风险提示：**人力资源行业竞争加剧，人力资源成本上升，宏观经济波动等。

图89：科锐灵工派遣人数18年末已达11700万人，同比增长85.7%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图90：受宏观经济影响，公司猎头和RPO业务增速放缓

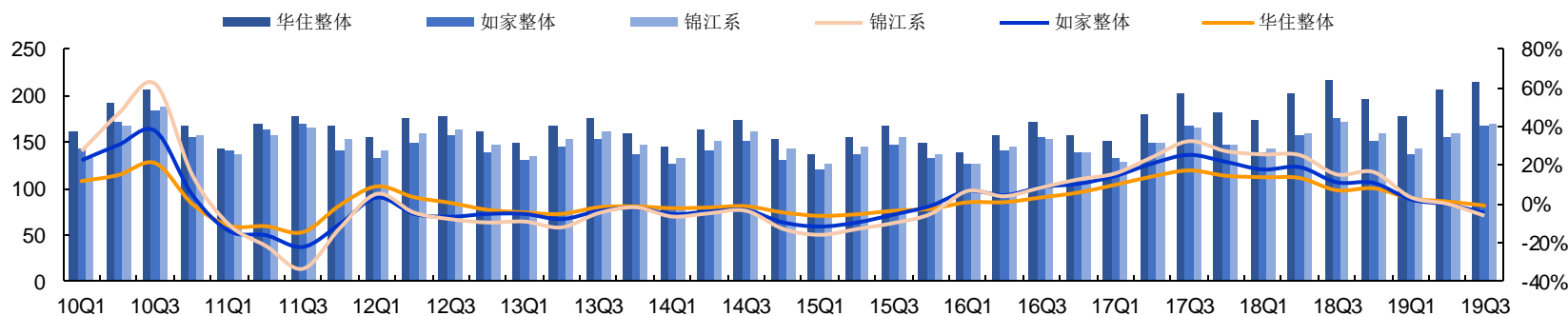


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.5 酒店：轻资产扩张强劲，酒店经营仍需关注宏观

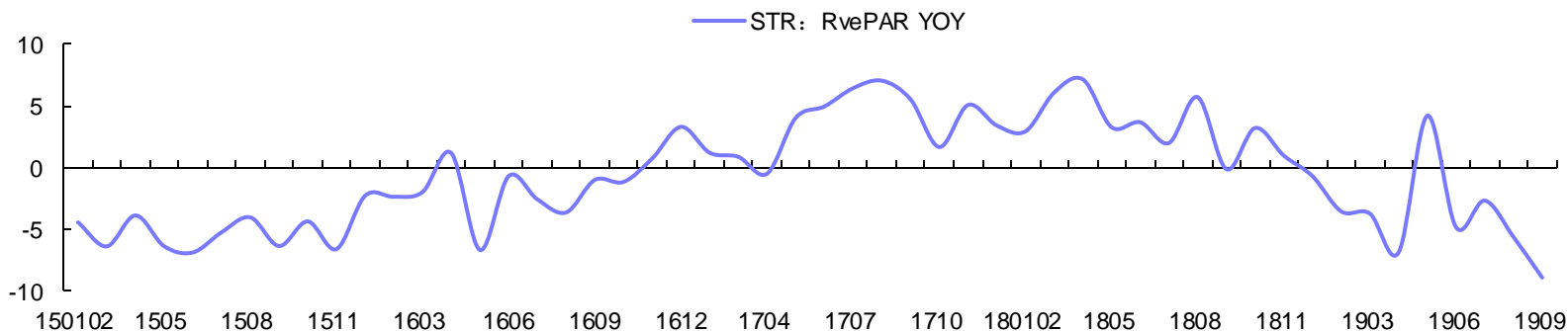
- **短期：**华住19Q3整体RevPAR-0.8%，整体同店RevPAR-3.8%，增速环比19Q2均有所下降；首旅如家19Q3整体RevPAR -3.7%，相比19Q2的-1.5%增速同样放缓，19Q1-3门店净增基本以云酒店和管理输出为主（经济型+中高端仅净增7家），加盟扩张短期略有放缓，静待19Q4新加盟店落地。
- **中长期：**酒店龙头在轻资产加盟扩张+酒店产品结构持续升级的势头依旧不变，在中高档酒店占比提升的带动下，酒店中长期提价逻辑依旧不变。

图93：华住、如家和锦江19Q3整体RevPAR增速环比均放缓，酒店经营数据短期仍旧承压



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

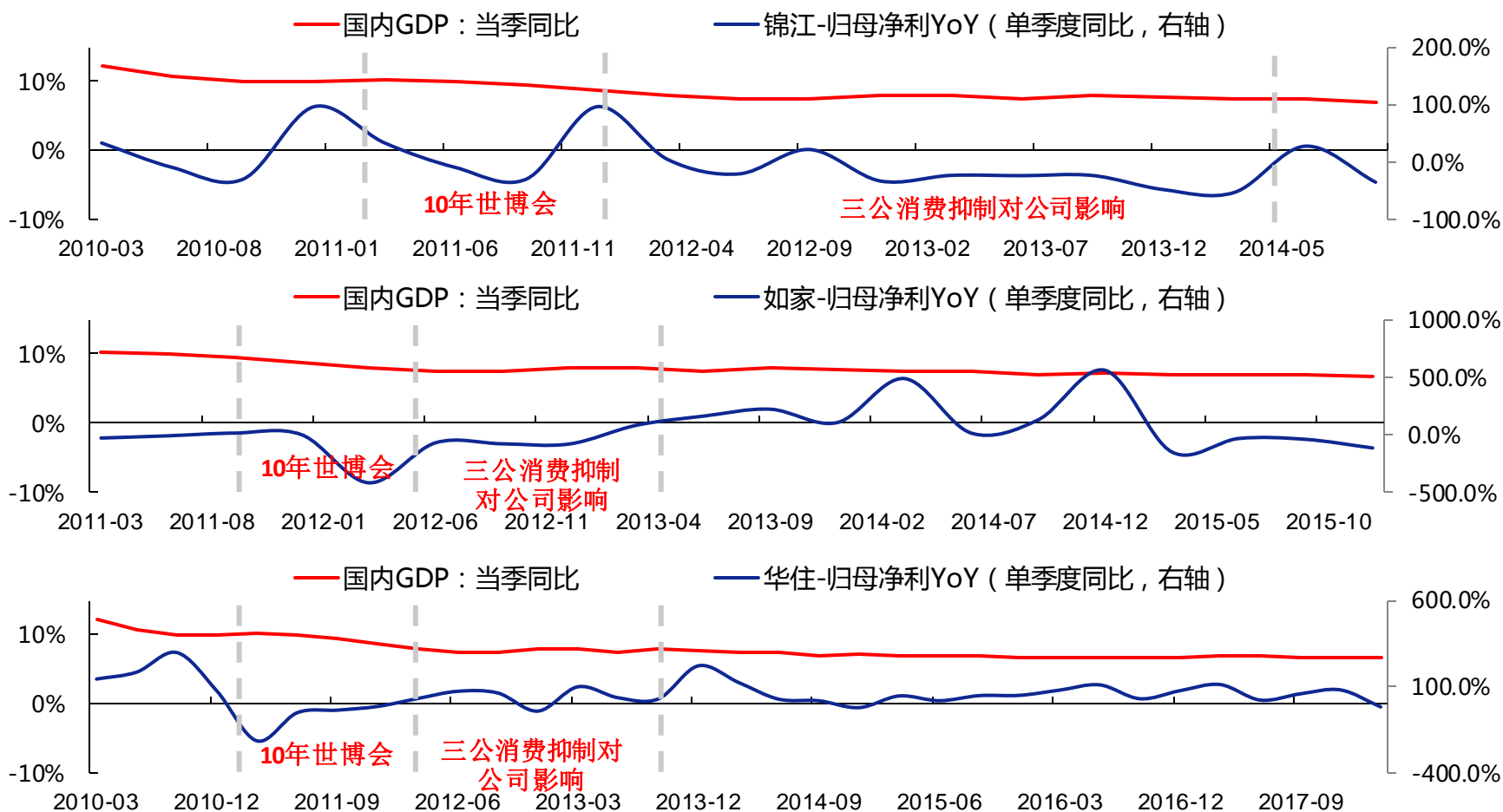
图94：STR 9月RevPAR同比-8.9%，环比8月同降5.6%有所扩大，环比走弱主要系阅兵前全国安检趋严影响所致



资料来源：STR, 安信证券研究中心

5.5 酒店：轻资产扩张强劲，酒店经营仍需关注宏观

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



5.5 酒店：轻资产扩张强劲，酒店经营仍需关注宏观

19年展店有望加速：华住19年开店计划为800-900家，2020年计划开店1700家实现持续提速。如家19年开店指引直营+加盟店560家，同比18年的450家同样提速。锦江19年维持900家新开店指引，但质量有望更优。叠加近期国企改革在19年进程有望进一步催化，继续推荐酒店板块的首旅酒店和锦江股份。

图95：如家轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多

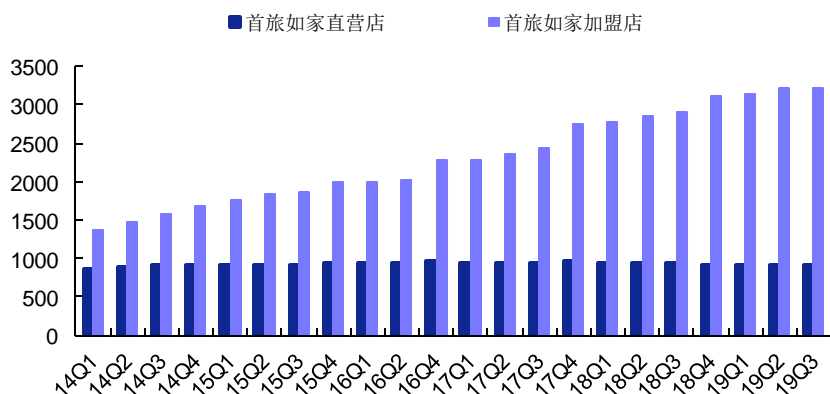


图96：如家轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多

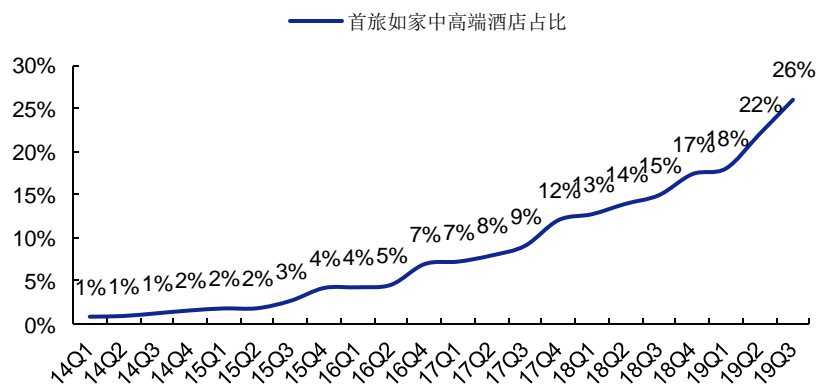


图97：锦江轻资产加盟扩张下，总门店数持续增多，中端发力亮眼

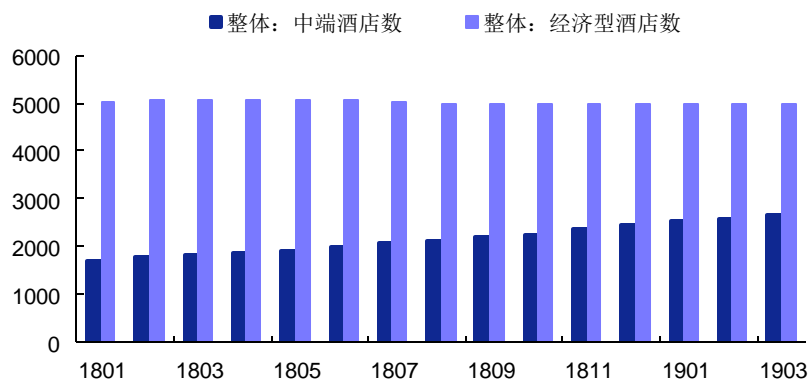
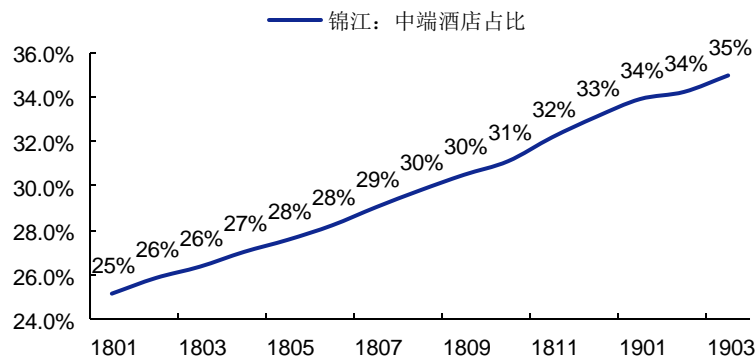


图98：锦江轻资产加盟扩张下，中端门店数占比持续增多



5.5 酒店：轻资产扩张强劲，酒店经营仍需关注宏观

首旅酒店：直营店占比达26%，相比华住的18%和锦江12%（国内直营店占整体比例）更大，我们认为首旅酒店本轮宏观预期及酒店经营数据回暖下，业绩弹性有望更大。首旅19Q1-3新开店431家，总酒店数相比年初净增加173家，关店258家。维持19年毛开店565家（预计净增300家）预期。股权结构而在18年股权激励下，高管团队绑定有望更优。预计首旅酒店19年扣非业绩2019年7.25亿，同比增长5%，表观业绩7.6亿，增速-11.3%，19年PE 22倍。

风险提示：开店情况不及预期；市场经营风险；管理风险等。

首旅酒店

①：基于加盟业务净利润率为25%时的敏感性分析

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

注：加盟店净变动数量中，按照经济型：中端型=1：1计算

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

5.5 酒店：轻资产扩张强劲，酒店经营仍需关注宏观

锦江股份：公司19Q1-3新开业酒店1107家，净增718家门店（其中，经济型酒店净减少37家，但中端酒店净增755家）。预计19年全年境内门店数毛开店1300家（净增900家，中端酒店占比100%）；19年整体境内酒店RevPAR预计-0.7%，19年境内整体同店RevPAR预计-3.5%；19全年扣非业绩预计8.6亿元/+16.7%，非经常性损益1.00亿元，整体19年净利润9.6亿元/-11%，19年PE 22倍。

风险提示：开店情况不及预期；市场经营风险；管理风险等。

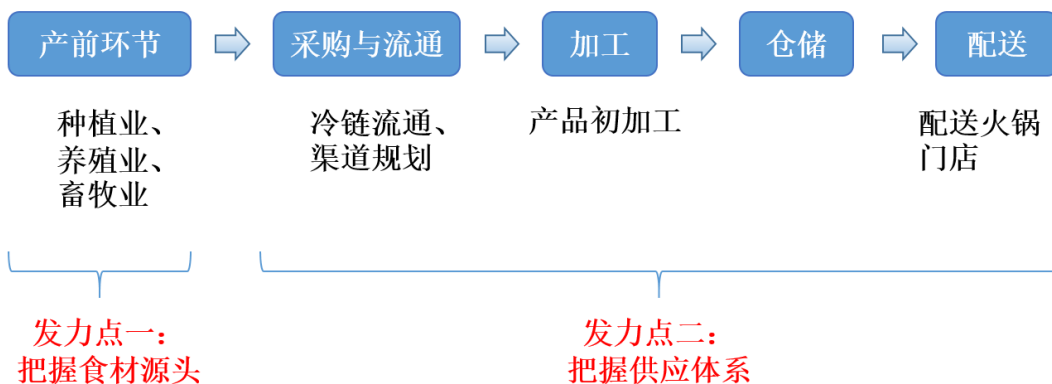
锦江股份		当年新增加盟店数(净增)							
2019年扣非业绩 敏感性分析		550	600	650	700	750	800	850	900
同店 RevPAR 提升	-4.0%	-18.5%	-15.6%	-12.6%	-9.6%	-6.4%	-3.5%	-0.4%	2.8%
	-3.5%	-14.0%	-11.1%	-8.1%	-5.1%	-1.9%	1.0%	4.1%	7.3%
	-3.0%	-9.5%	-6.6%	-3.6%	-0.6%	2.6%	5.5%	8.6%	11.8%
	-2.5%	-5.0%	-2.1%	0.9%	3.9%	7.1%	10.0%	13.1%	16.3%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

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

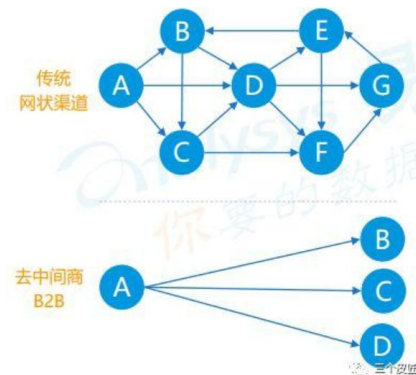
5.6 餐饮：把握火锅产业链上中下游趋势变革机遇

- 大发展的火锅行业供需端格局仍存较多变革，真正能把握住产业链上、中、下游变革趋势的企业有望中长期领跑行业成长。
- 上游：中下游龙头实现降本提效+优质食材优势的必布局领域，规模化集采+上游延伸布局成产业趋势。

图：上游餐饮供应环节的两个发力点



图：B2B餐饮平台可省去中间商环节



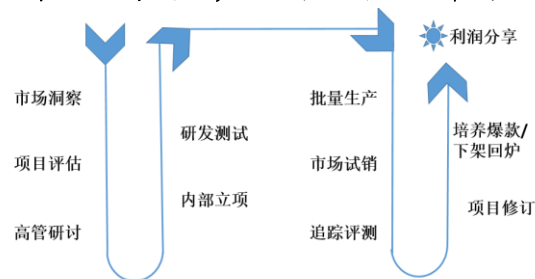
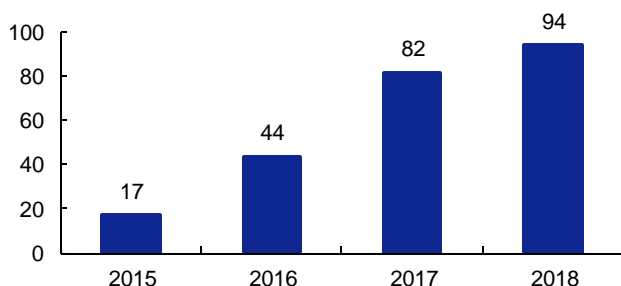
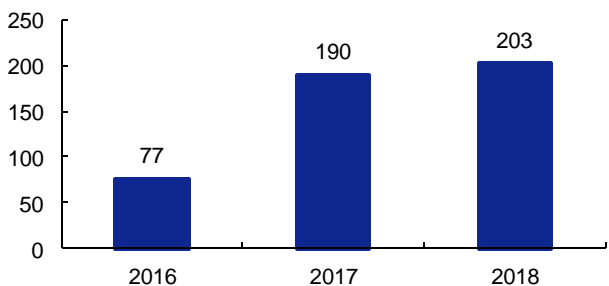
图：上游餐饮供应环节的两个发力点

	美菜	链农	小农女	菜点点	餐馆无忧	餐馆管家	天平派	蔬东坡
特点	为全国近千万家餐厅提供全品类、全程无忧的餐饮食材采购服务	为中小餐饮商家提供一站式、全品类且更低价食材采购的服务商	城市一级批发商采购到餐馆	从事中小餐饮企业提供采购及配送的平台	将餐馆与调料的生产厂家或一级代理商进行对接	为中小餐厅供应调料副食	餐馆和供货商可分别通过“天平派买家APP”和“天平派卖家APP”进行下单和接单，从而完成餐饮食材一站式交易	发挥互联网+优势，为食材配送者提供O2O解决方案
成立时间	2014.6	2014.8	2014.9	2015.5	2015.1		2014.8	2014.8
范围	全国性	全国性	区域性(仅在广州、深圳)	区域性	垂直细分品类	垂直细分品类	全国性	全国性
模式	重模式	重模式	重模式	重模式	重模式	重模式	平台模式	餐饮食材O2O解决方案的SAAS服务商

5.6 餐饮：把握火锅产业链上中下游趋势变革机遇

- 大发展的火锅行业供需端格局仍存较多变革，真正能把握住产业链上、中、下游变革趋势的企业有望中长期领跑行业成长。
- 中游：1) 从供给、需求维度看：供给端标准化，需求端定制化&潮流化为趋势，具备规模化生产和定制化柔性生产的天味、颐海有望受益。2) 从产品、渠道维度看：产品端品类更细分定位化，渠道端下沉&线上发力为趋势，未来产品定位更清晰精准+矩阵丰富，以及渠道下沉突出的企业有望受益。

图：天味食品定制餐调客户数量逐年增加 图：颐海国际第三方餐饮定制客户数量逐年增加 图：颐海国际产品项目制贴近市场



图：火锅底料“单品为王”时代已过，细分品类大爆发

图：13年“红99”占比领先

图：19年火锅底料多层次产品

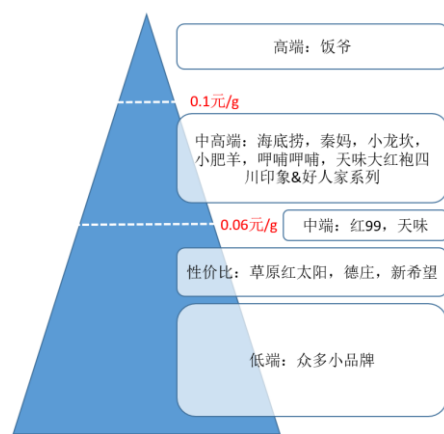
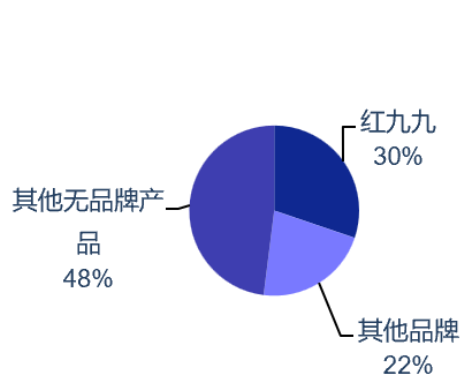
“红99”时代:2013年凭借两款经典单品拿下30%市占率

工厂化生产推进 → 产品端差距收窄

竞争主线：产品本身价值

红99 海底捞 天味 德庄 蜀九香 老玩家：2017年五巨头市占率合计30% 新玩家纷纷入局

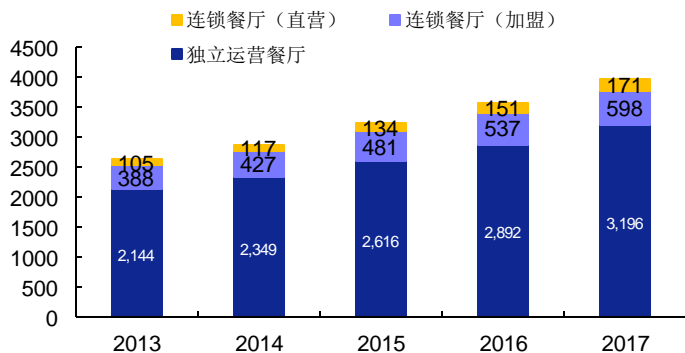
竞争主线：产品矩阵多维度竞争



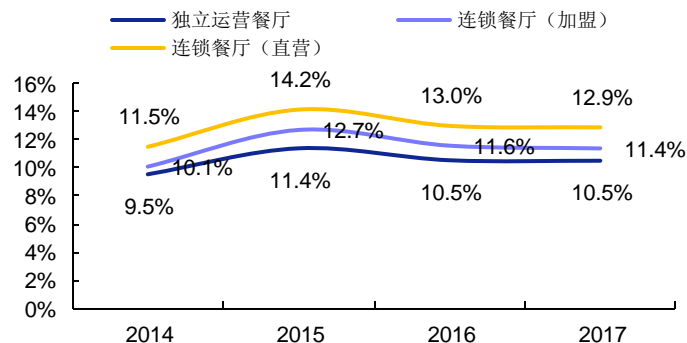
5.6 餐饮：把握火锅产业链上中下游趋势变革机遇

- ▶ 大发展的火锅行业供需端格局仍存较多变革，真正能把握住产业链上、中、下游变革趋势的企业有望中长期领跑行业成长。
- 下游：未来将呈现出三大趋势：餐厅经营从独立走向连锁+“品牌力”作用更显著+川味火锅的差异化定位将更显著，预计具有优质管理能力、品牌力和定位精准的企业有望受益。

图：我国连锁餐厅营收份额逐年上升（十亿元）



图：连锁餐厅营收增速表现好于独立运营餐厅



表：火锅行业连锁餐厅未来占比估算达28.3%（单位：十亿）

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
独立运营餐厅	437.8	475.1	515.4	559.2	606.8	658.4	714.3	775.0	840.9
YOY	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
加盟连锁餐厅	81.9	94.2	108.3	124.5	143.2	164.7	189.4	217.8	250.5
YOY	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
自营连锁餐厅	23.4	27.4	32.0	37.5	43.8	51.3	60.0	70.2	82.2
YOY	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
合计	543.1	596.6	655.8	721.3	793.8	874.4	963.7	1063.1	1173.6
连锁餐厅占比	19.4%	20.4%	21.4%	22.5%	23.6%	24.7%	25.9%	27.1%	28.3%

5.6 餐饮：把握火锅产业链上中下游趋势变革机遇

➤ 火锅产业链：建议关注火锅赛道优质标的，推荐海底捞、颐海国际

- **火锅行业空间：**城镇化推进+人均可支配收入增长+冷链物流下沉三四线，国内火锅市场规模有望继续增长，未来5年CAGR预计约10.2%，2022年市场规模有望达7077亿元。
- **海底捞：**未来3年核心在展店带动下，海底捞门店数有望从2018年的466家增长至2021年的1213家，业绩有望继续保持高速增长，预计2019-21年归母净利润分别为26.9亿元/39.0亿元/51.1亿元，增速64%/45%/31%。
- **风险提示：**食品安全风险、门店扩张速度放缓、市场经营风险等。

图110：预计海底捞在2019~20年门店有望保持快速扩张



图111：海底捞2019-2020年各项费用率测算

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

资料来源：公司公告，安信研究中心测算

图112：快速展店下，公司同店翻台率依旧保持稳定

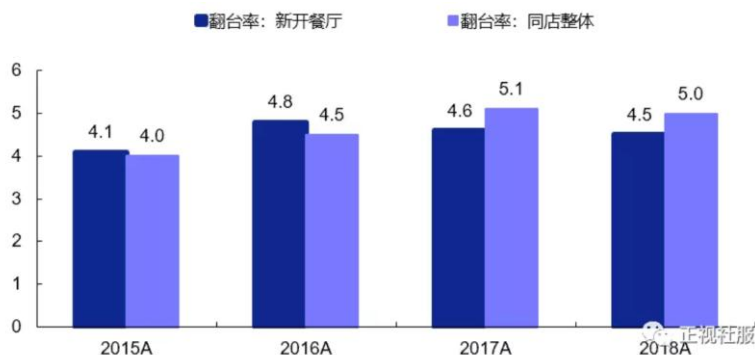
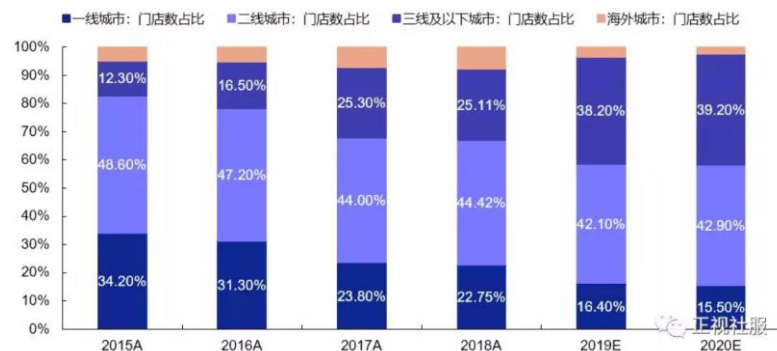


图113：门店下沉二三四线城市为海底捞发展趋势

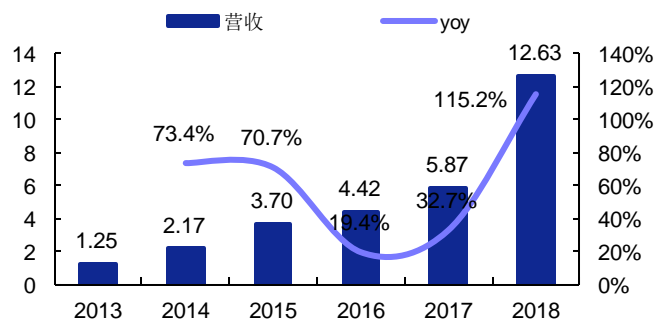


5.6 餐饮：把握火锅产业链上中下游趋势变革机遇

火锅产业链：建议关注火锅赛道优质标的，推荐海底捞、颐海国际

- 颐海国际：主打火锅底料且不断拓展休闲食品版图，产能扩展+师徒营销+研发激励下中长期成长潜力大。**
 - 1) 火锅底料产品优势：海底捞品牌力赋能+餐厅挖掘客户最新需求，公司火锅底料在C端的爆款新品及认可度业内领先；
 - 2) 火锅底料渠道优势：“合伙人制”深度绑定销售并实现提效，“裂变制”下师徒合作助力渠道快速下沉；
 - 3) 火锅底料产能规划：霸州、马鞍山、漯河三大生产基地投产，未来4年产能有望增多6.5倍，为中长期持续扩张做充足准备；
 - 4) 休闲食品：自加热小火锅持续热销成亮点，研发项目制下休闲食品版图横向纵向双发展或有望继续超预期。
 - 5) 盈利预测：预计2019-2021年业绩净利润分别为7.55/10.27/13.49亿元，对应增速45.9%/36.0%/31.3%。
- 风险提示：食品安全风险，产能建设不及预期风险，第三方开拓不及预期，海底捞门店扩张不及预期等。**

图：第三方经销商渠道收入快速增长（亿元）



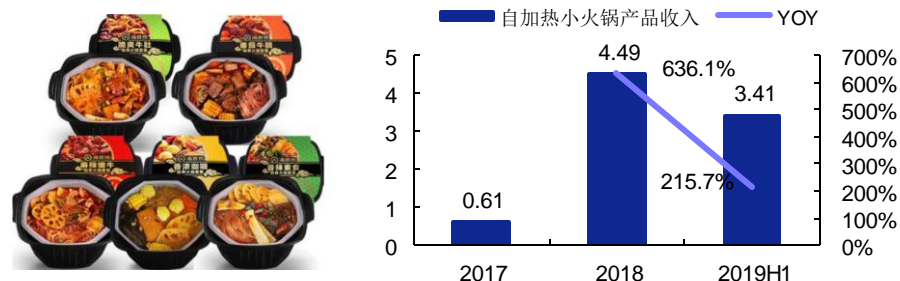
图：颐海未来产能布局华北、华中和华东



图：自热小火锅潜在全国市场规模估算

	估计基准：成都	保守估计：全国	乐观估计：全国
15-59岁人口（万人）	5203	89729	89729
自热小火锅单价（元）	30	30	30
人均销量（盒/人）	1.00	0.7	1
人均销售额（元/人）	29.98	21	30
自热小火锅销售额（亿元）	15.6	188.4	269.2

图：自热小火锅收入快速增长且品类矩阵持续扩充

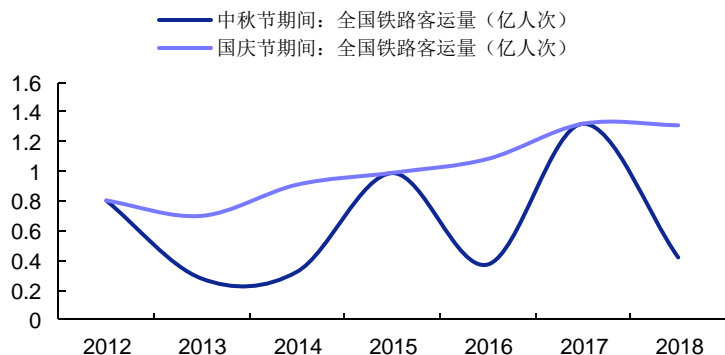


5.6 餐饮：月饼大年+速冻提价，广酒明年业绩有望提速

广州酒家：月饼+速冻推动，2020年业绩有望加速上行

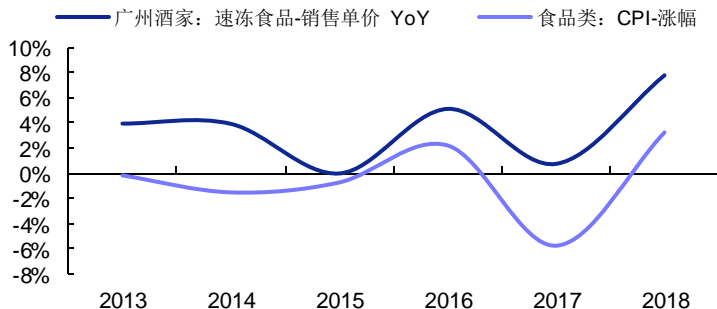
- 核心逻辑：1) 2020年中秋国庆重叠迎来月饼大年，叠加湘潭一期等投产打破产能瓶颈，公司月饼有望迎来加速成长；2) 19年食品CPI大涨下速冻有望提价，预计2020年速冻业务有望迎来量价齐升，且双基地投产下有望迎来3~5年较快增长；3) 盈利预测：预计公司2019-21年的整体收入增速分别13%/25%/20%，净利润4.32亿元/5.22亿元/6.18亿元，对应增速13%/22%/19%。
- 风险提示：食品安全风险；市场经营风险；原材料价格上涨风险；管理风险等。

图：国庆铁路客运多于中秋，两节重合利好月饼需求

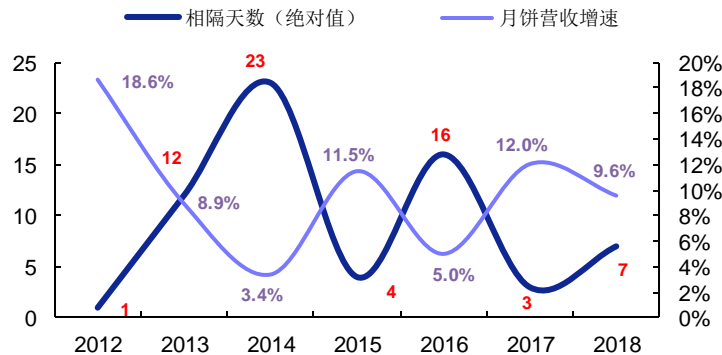


注：12年、15年及17年两节重叠，客流量为合计值

图：广州酒家的速冻食品2013~18年间平均销售单价的涨跌幅与食品CPI的趋势基本一致

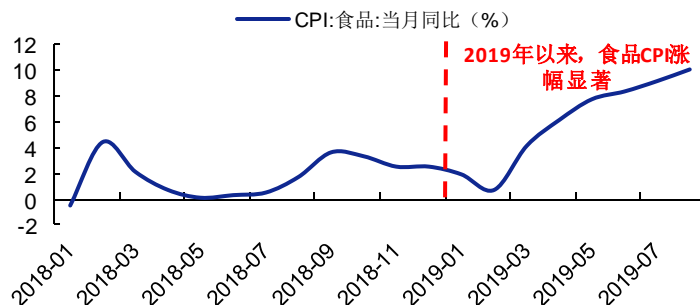


图：两节相隔天数与广州酒家的月饼整体营收增速联动



注：公司18年月饼营收已剔除粮丰园并表因素（假设18年粮丰园营收全部为大月饼业务，体量与2017年营收5472万元持平）。

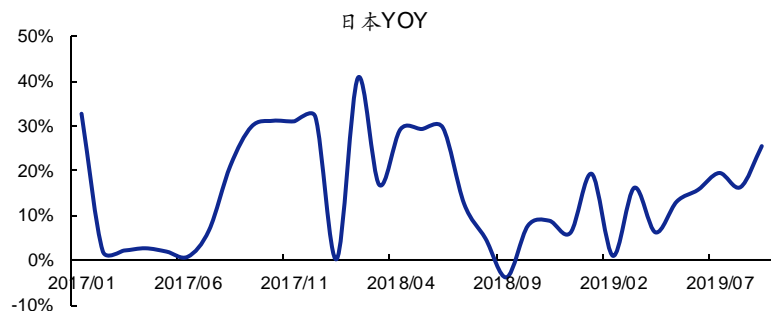
图：19年来食品CPI涨幅显著，2020预计速冻产品有望价格补涨



5.7 出境游：事件性影响持续，关注行业拐点

➤ 出境游2019年整体呈现回暖趋势，香港受事件影响客流大幅下滑

图：日本从2019年4月起呈现回暖趋势



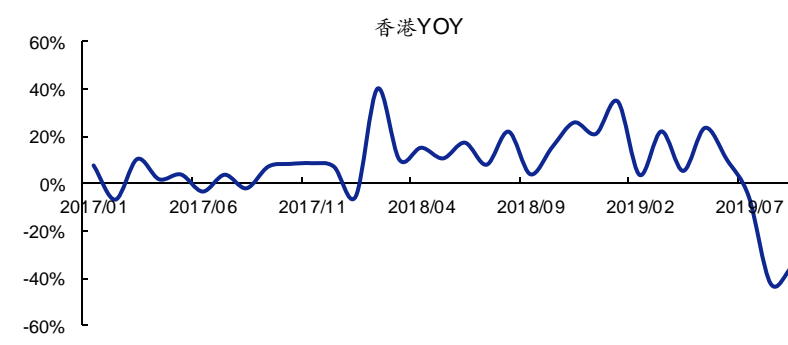
图：泰国从2019年7月起增速扭正显著回暖



图：韩国2018年下半年以来客流呈现稳定增长



图：香港受事件影响2019年7月以来客流大幅下滑



资料来源：CEIC，安信证券研究中心

5.7 出境游：事件性影响持续，关注行业拐点

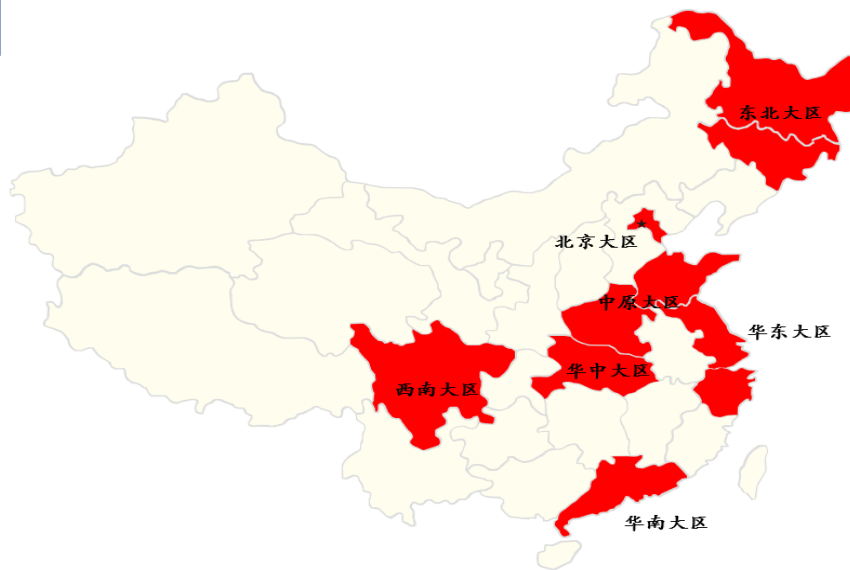
➤ 众信旅游：纵向产业链一体化，出境优势进一步巩固

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

表：众信旅游主要收购投资事件

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

图：门店遍布全国，并向低线下沉



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

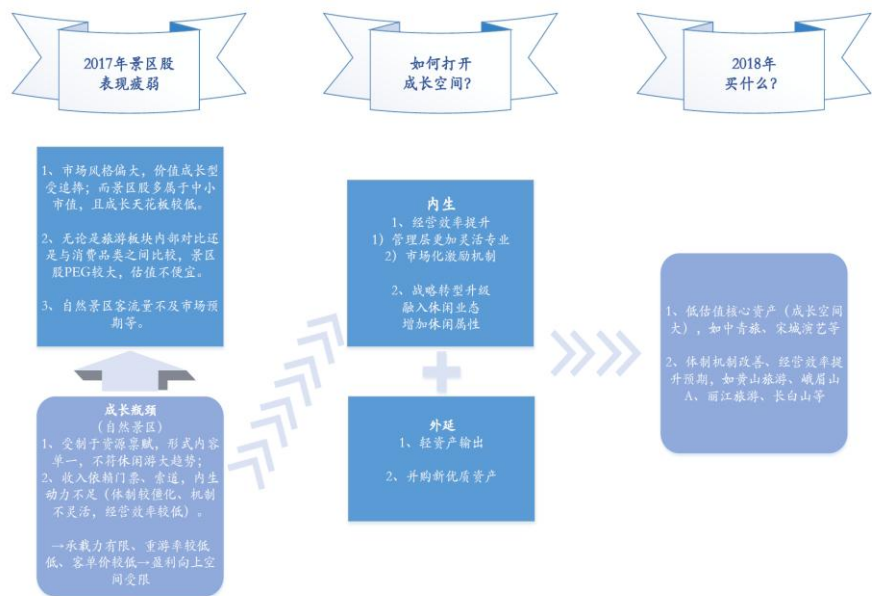
5.7 出境游：事件性影响持续，关注行业拐点

➤ 凯撒旅游：创始团队重新掌舵，免税行业持续布局

- 目前凯撒旅游创始团队重新成为第一大股东，凯撒旅游“品牌+资源+渠道”优势突出，或将进一步提升公司管理经营效率。2019年9月24日，公司发布公告称原控股股东海航旅游因质押违约而被动减持，导致公司第一大股东由海航旅游及其一致行动人变更为凯撒世嘉，此后海航旅游持续减持，截止2019年10月29日，原创世团队凯撒世嘉及其一致行动人合计持股28.98%；海航旅游及其一致行动人合计持股28.34%，为公司第二大股东。凯撒旅游由于强大的品牌效应，客单价高、客户粘性强；通过强大的门店铺设和管理能力，抢占地方零售门店份额；公司目的地资源丰富，与上游有较强议价能力。原创始团队具有资深行业背景和产业资源，成为第一大股东后，或将进一步提升公司管理经营效率。
- 参股天津邮轮母港进境免税店+参股江苏中服，免税行业持续布局。2019年11月3日，公司发布公告称①拟以自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司（以下简称“同盛免税”），注册资本2亿元，设立完成后将作为公司免税业务的管理平台，同时整合公司相关资源，推动公司在免税领域业务的发展；②以新设立公司同盛免税购买北京寺库持有的江苏中服免税品有限公司（简称“江苏中服”）20%股权，交易价格为1200万元。2019年6月，凯撒旅游与中出服达成合作，入股天津国际邮轮母港进境免税店，双方共同组建天津中服免税品有限公司。布局免税行业，有望结合公司在中国旅游行业的品牌优势、全国业务网络优势以及在旅游行业全产业链的业务优势，延伸旅游增值服务，通过满足目标客户在旅游行程前中后期不同的消费需求，创造公司新的利润增长点。

5.8 自然景区：内生外延双轮驱动，转型迫在眉睫

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



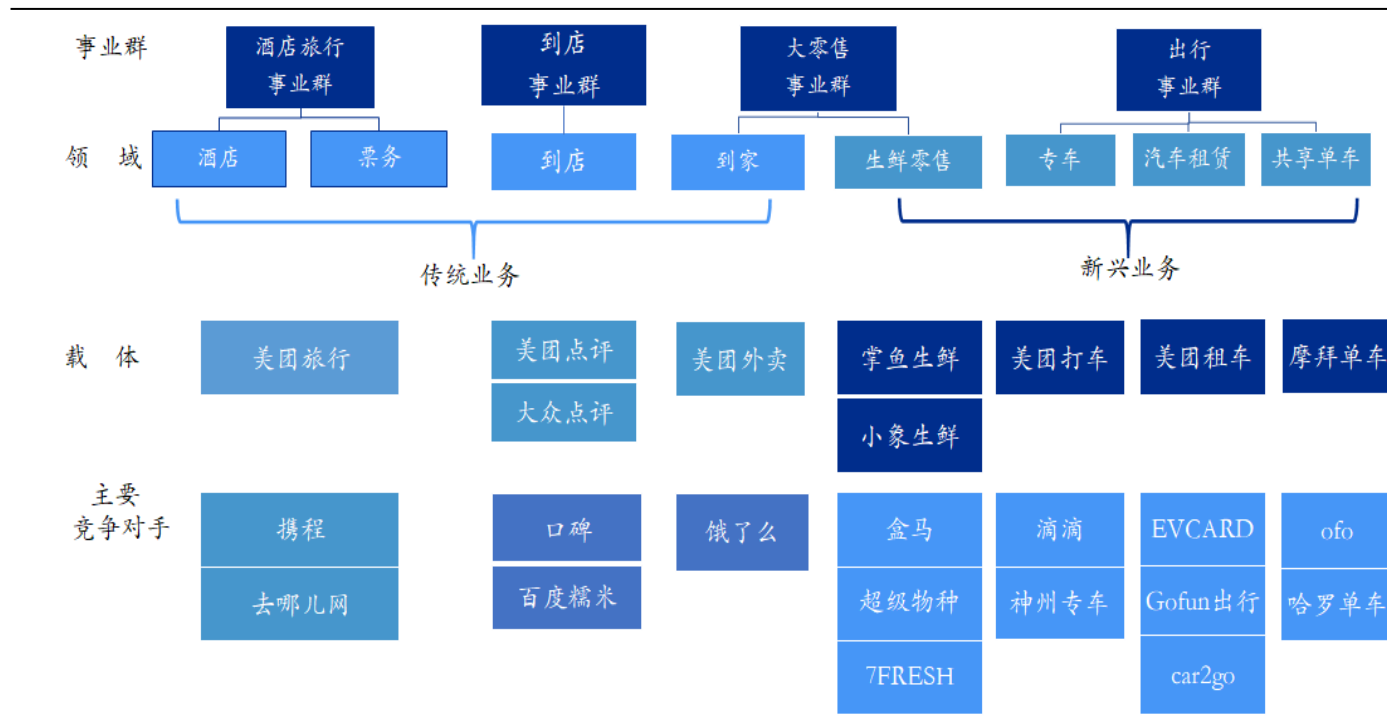
【安信社服】近期景区降门票汇总（上市公司相关）				
景区	上市公司	降门票细则	门票降幅	降门票日期
黄山	黄山旅游	黄山风景区旺季门票价格由230元/人降为190元/人。 (旺季：每年的3月1日到11月30日)	旺季：17.39%，淡季不降	2018年9月29日起
峨眉山	峨眉山A	峨眉山风景名胜旺季门票价格由185元/人降为160元/人，淡季门票价格维持110元/人。(旺季：1月16日-12月14日，淡季：12月15日-1月15日)	旺季：13.51%，淡季不降	2018年9月20日起
张家界	张家界	武陵源核心景区门票旺季由245元/人降为225元/人，淡季由136元/人降为115元/人。(旺季：每年3月至11月，淡季：每年12月至2月)	旺季：8.89%，淡季：15.44%	2018年9月22日起执行，有效期5年
乌镇	中青旅	东栅景区门票价格从120元调整为110元； 东西栅景区联票价格从200元/人调整为190元/人	8.33%	2018年9月20日起
古北水镇	中青旅	门票价格由150元下降至140元。	6.67%	2018年10月30日起
九华山	九华旅游	九华山风景区执行门票价190元降至160元。	15.79%	2018年9月28日起
玉龙雪山	丽江旅游	玉龙雪山景区门票由130元/人次，降为100元/人；玉龙雪山景区大索道价格由180元/人次，降为120元/人次；云杉坪索道价格由55元/人次，降为40元/人次； 牦牛坪索道价格由80元/人次，降为45元/人次。	玉龙雪山景区：23.07%，玉龙雪山大索道：33.33%，云杉坪索道：27.27%，牦牛坪索道：25%	2018年10月1日起
象山景区等	桂林旅游	象山景区门票价格从现行的70元/人次降为60元/人次；七星景区门票价格从现行的70元/人次降为60元/人次；芦笛景区门票价格从现行的110元/人次降为100元/人次（景区门票收入不纳入上市公司）	象山景区：14.29%，七星景区：14.29%，芦笛景区：9.09%	2018年8月20日起
西、北景区	长白山	每年11月1日至次年4月30日，长白山西、北景区免除125元门票，不含南景区。	西、北景区：100%	2018年5月1日起

数据来源：各地方政府官网，公司公告

5.9 美团点评：外卖盈利改善、新业务亏损收窄驱动业绩超预期

打造综合生活服务平台，美团点评不断扩展生态边界。公司起步于到店团购业务，近年来不断发力酒旅、出行、零售等业务，意在打造综合性的生活服务大闭环，目前已形成到店、到家、出行、大零售四大事业部。

图：美团点评4大事业群进击综合生活服务场景

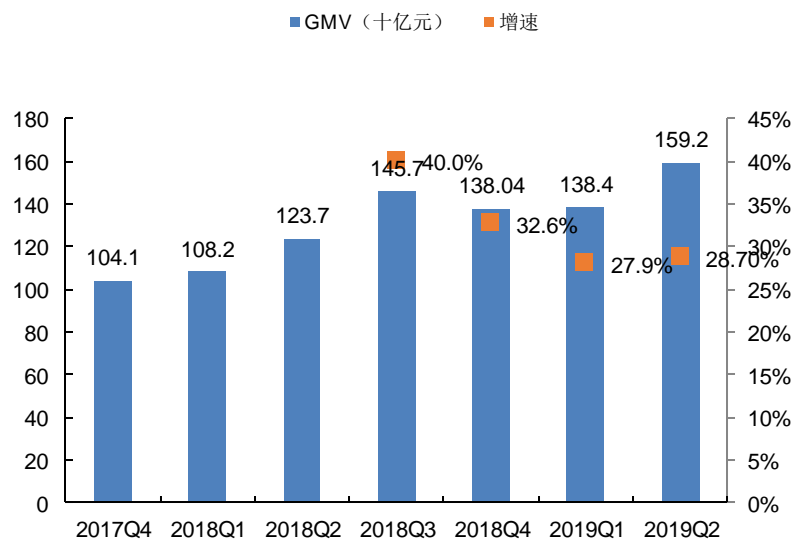


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

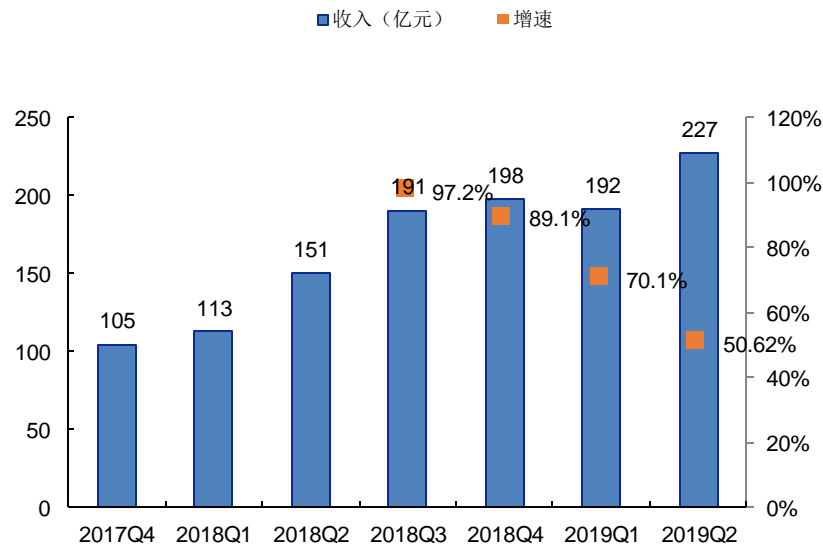
5.9 美团点评：外卖盈利改善、新业务亏损收窄驱动业绩超预期

2019年Q2美团点评全季GMV1592亿元/+28.7%，营收227.03亿元/+50.6%，经调整净利润为14.9亿元，首次转负为正、实现整体盈利。交易用户（近12个月）达4.2亿/+18.4%，活跃商家数（近12个月）达590万/+16.2%，每位交易用户平均每年交易笔数达25.5/+19.2%；餐饮外卖交易笔数达20.85亿/+34.6%，国内酒店间夜量达0.94亿/+28.9%。

图：美团点评总体GMV增长趋势



图：美团点评总体收入增长趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目录

1. 板块复盘：免税、职教、演艺龙头维持高成长
2. 宏观对社服影响：板块整体受宏观影响相对不明显
3. 产业链趋势：收入、代际、区域三大底层因子看社服产业变迁
4. 海外对比：全球龙头复盘，探板块中长期趋势
5. 子版块：免税、职教、演艺、餐饮龙头成长向好，继续看好社服核心资产
6. 投资建议：推荐空间大壁垒高优质龙头+业绩加速估值切换+超跌底部改善
7. 风险提示

6. 投资策略：高成长+估值切换+低估值改善三大主线

➤ 2020年策略：投资建议&盈利预测

- 2020年板块投资策略：**我们今年来重点坚定推荐的社服标的“中国国旅+中公教育”组合均已实现较高收益，目前时点我们从“行业空间+核心壁垒+业绩确定性”三维度继续坚定推荐中长期空间大且壁垒高的社服核心双雄“中国国旅、中公教育”；以及业绩有望加速估值切换品种“宋城演艺+广州酒家”和中期成长标的科锐国际，重点关注超跌且估值处于相对低位的酒店板块“首旅酒店+锦江酒店”。同时推荐港股餐饮火锅产业链优质龙头“海底捞+颐海国际”，职业技能教育龙头“中国东方教育”以及电商服务平台型龙头“美团点评”。

表19：社会服务重点公司业绩预测（截止2019年11月16日）

	股票简称	市值(亿元)	收盘价	净利润(亿元)			利润增速			PE			PB
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	MRQ
免税	中国国旅	1,649.84	84.50	31.48	46.62	50.94	24.4%	48.1%	9.3%	84.5	35.4	32.4	8.47
教育	中公教育	1,261.85	20.46	11.53	18.25	24.92	1469%	58.3%	36.6%	109.4	69.2	50.6	3.05
	中国东方教育	317.70	14.50	5.10	8.23	11.06	-20.5%	61.5%	34.3%	62.3	34.3	25.3	5.34
人服	科锐国际	53.59	29.77	1.20	1.40	1.70	60.9%	19.2%	21.3%	44.8	38.2	31.5	6.75
酒店	锦江股份	220.14	22.48	10.82	9.61	10.68	22.7%	-11.2%	11.1%	19.9	22.4	20.2	1.65
	首旅酒店	170.58	17.27	8.67	7.60	8.44	37.4%	-12.4%	11.1%	19.7	22.4	20.2	1.94
餐饮	海底捞	1626.30	30.52	16.49	26.91	39.03	60.2%	63.6%	45.0%	48.4	60.4	41.7	15.35
	颐海国际	478.82	45.47	5.18	7.70	10.54	40.5%	36.8%	30.6%	33.9	62.2	45.4	17.62
	广州酒家	133.36	33.01	3.82	4.25	5.11	12.3%	11.2%	20.1%	34.9	31.4	26.1	6.29
景区	宋城演艺	415.59	28.61	12.87	14.10	14.86	20.5%	9.6%	5.4%	32.3	29.5	28.0	4.19
	中青旅	83.68	11.56	6.28	6.01	6.44	9.8%	-4.3%	7.2%	13.3	13.9	13.0	1.27
	黄山旅游	59.05	8.86	4.27	3.71	4.23	3.1%	-13.0%	13.9%	15.1	17.4	15.3	1.49
	峨眉山A	32.51	6.17	2.09	2.16	2.26	6.3%	3.5%	4.3%	15.6	15.0	14.4	1.30
	丽江旅游	31.98	5.82	2.48	2.74	3.01	21.5%	10.5%	9.9%	12.9	11.7	10.6	1.26
	长白山	22.35	8.38	0.68	1.07	1.21	-3.9%	57.6%	12.5%	32.9	20.8	18.5	2.05
出境游	三特索道	16.09	11.60	1.35	0.80	1.01	2353%	-40.5%	25.7%	11.9	20.0	15.9	1.44
	众信旅游	45.54	5.18	2.53	2.58	3.28	8.9%	2.0%	26.9%	18.0	17.6	13.9	1.99
电商	凯撒旅游	57.17	7.12	3.14	3.04	3.61	42.05%	-3.16%	18.9%	18.2	18.8	15.8	2.35
	美团点评	5031.48	86.69	-1154	-43.6	33.46	-510%	96.2%	176.7%	-1.8	-115	150	44.9

资料来源：中国东方教育、美团点评为万得最新一致预期，其余均为安信证券测算

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

7. 风险提示

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

安信评级体系

- **收益评级：**

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

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

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

- **风险评级：**

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

声明

- **分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

- **本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。

- **免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

- 上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1 @essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
苏梦	021-35082790	meng@essence.com.cn
孙红	18221132911	sunhong1 @essence.com.cn
秦紫涵	021-35082799	sunhong1 @essence.com.cn
王银银	021-35082985	sunhong1 @essence.com.cn
陈盈怡	021-35082737	sunhong1 @essence.com.cn

- 北京联系人

温鹏	010-83321350	sunhong1 @essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	sunhong1 @essence.com.cn
张莹	010-83321366	sunhong1 @essence.com.cn
李倩	010-83321355	sunhong1 @essence.com.cn
姜雪	010-59113596	sunhong1 @essence.com.cn

销售联系人

王帅	010-83321351	sunhong1@essence.com.cn
曹琰	15810388900	sunhong1@essence.com.cn
夏坤	15210845461	sunhong1@essence.com.cn
袁进	010-83321345	sunhong1@essence.com.cn

- 深圳联系人

胡珍	0755-82528441	sunhong1@essence.com.cn
范洪群	0755-23991945	sunhong1@essence.com.cn
聂欣	0755-23919631	sunhong1@essence.com.cn
杨萍	13723434033	sunhong1@essence.com.cn
巢莫雯	0755-23947871	sunhong1@essence.com.cn
黄秋琪	0755-23987069	sunhong1@essence.com.cn
王红彦	0755-82714067	sunhong1@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	sunhong1@essence.com.cn

致谢!

安信证券研究中心