



# 休闲服务行业2020年投资策略

## 把握板块性行情，聚焦确定性龙头

西南证券研究发展中心  
现代服务研究团队  
2019年11月

# 核心观点

**行业整体实现稳健增长，板块分化明显。**业绩表现方面，2019年餐饮旅游行业在高基数基础、叠加宏观经济景气度走弱影响，整体增速略显疲软，1-9月申万休闲服务板块实现主营业务收入1070亿元（同比下滑10.6%）和归母净利润95.9亿元（同比下降30.8%），行业龙头仍为板块主要业绩支撑。市场表现方面整体跟随大市，各细分板块业绩及市场表现均呈现明显分化趋势，免税、演艺景区等成长性板块跑赢指数。进入11月后龙头白马估值有所下修，我们认为核心资产成长性基本面未改变，确定性业绩增长前景下仍具备较高的投资价值。

**2020年继续看好成长确定性较强的免税板块、人力资源板块以及演艺景区板块：**

- **免税板块：**消费回流+政策利好趋势不变，龙头内生外延齐发力。推荐**中国国旅（601888）**。
- **人力资源：**人服行业快速增长，灵活用工赛道最具成长性。推荐**科锐国际（300662）、万宝盛华（2180.HK）**。
- **酒店板块：**短期经营数据继续承压，长期仍看好龙头整合空间。推荐**首旅酒店（600258）**。
- **景区板块：**传统景区增长受限，休闲、演艺景区成长可期。推荐**宋城演艺（300144）、关注天目湖（603136）**。
- **出境游板块：**行业成长空间广阔，龙头多元化探索。关注**众信旅游（002707）、凯撒旅游（000796）**。
- **餐饮板块：**整体增速平稳，成长性赛道值得布局。关注**海底捞（6862.HK）、九毛九国际**。

**风险提示：**宏观经济或持续低迷的风险、门店扩张或不及预期的风险，在建项目进度或不及预期的风险，资产重组或不及预期的风险。

# 目 录

## 2019年行业回顾

## 2020年行业投资策略

免税：需求+政策助推高成长，坚定把握龙头机遇

人力资源：灵活用工空间广阔，建议板块性布局

酒店：短期数据继续承压，长期看好龙头整合

景区：自然景区增长受限，演艺景区大有可为

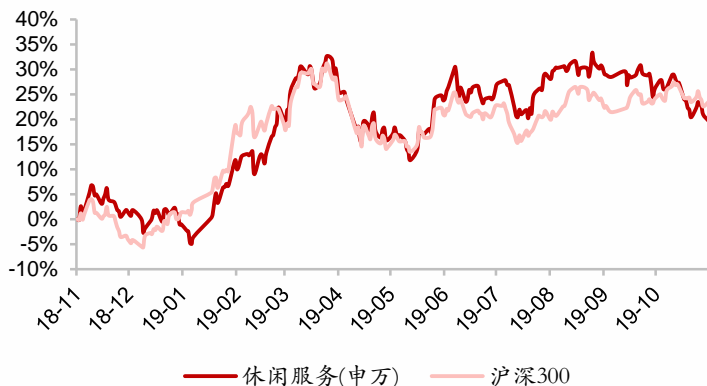
出境游：行业空间广阔，关注龙头多元化探索

餐饮：整体增速平稳，优选成长性赛道

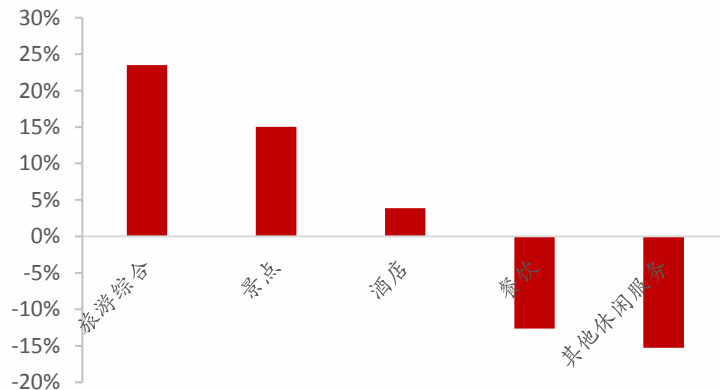
## 2020重点推荐投资标的

# 2019年行业回顾——A股：高景气助力，优质白马领涨

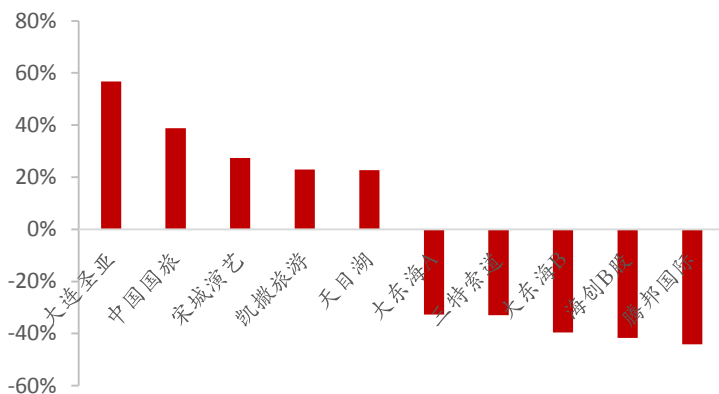
## A股休闲服务指数相对沪深300走势



## A股申万行业二级板块涨跌幅



## 休闲服务行业涨跌幅前五个股

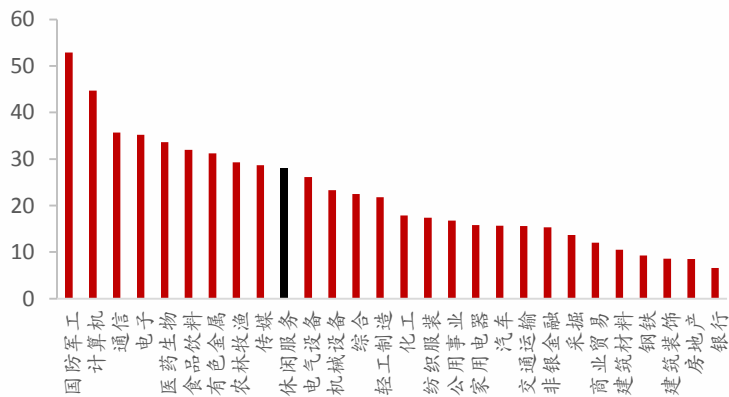


数据来源: Wind, 西南证券整理

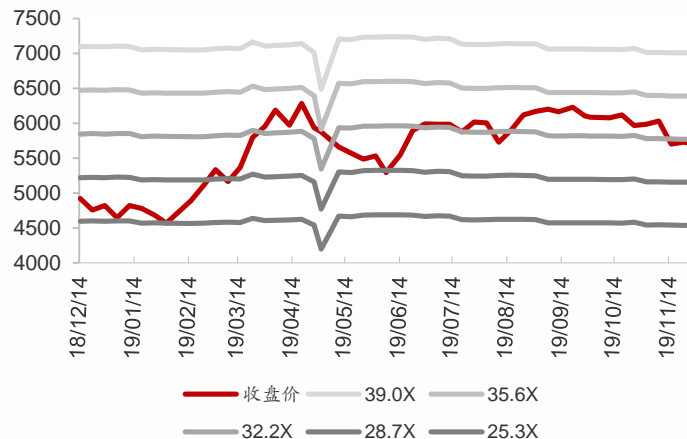
- 2019年初截至11月26日申万休闲服务上涨15.2%，跑输沪深300指数9.6个百分点。
- 2019年初截至11月26日各子行业涨跌互现：旅游综合、景点、酒店、餐饮、其他休闲服务分别上涨23.5%、15%、3.9%、-12.6%、-15.2%。
- 期间板块内涨幅最大的为大连圣亚（56.8%）、中国国旅（+38.8%）、宋城演艺（+30%）；跌幅最大的为腾邦国际（-44.1%）、海创B股（-41.6%）、大东海B（-39.6%）。

# 2019年行业回顾——A股：估值中位偏上，板块差异较大

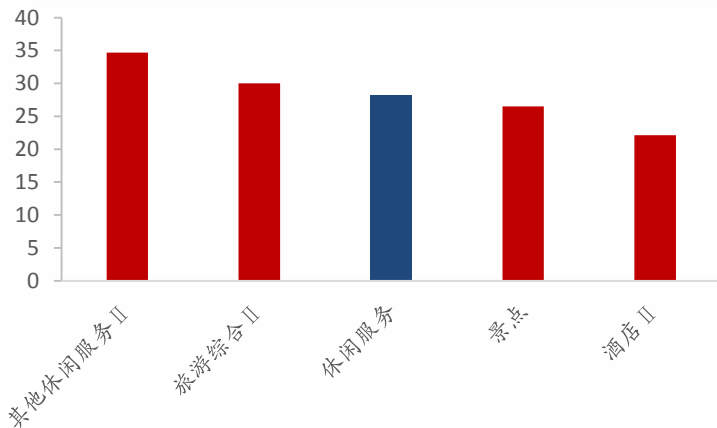
## 申万一级行业市盈率（TTM整体法）



## 申万休闲服务PE Band



## 申万休闲服务子行业市盈率

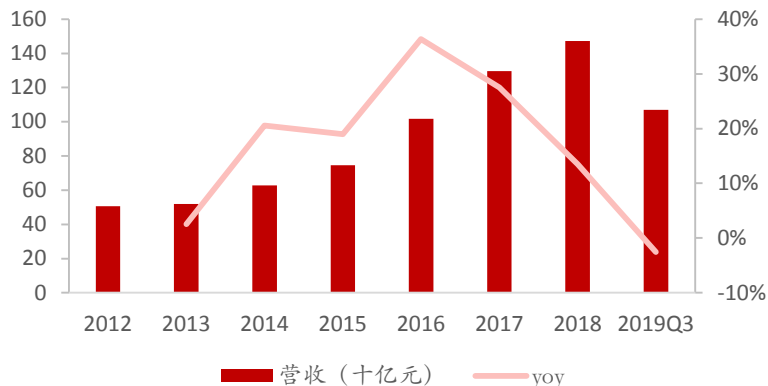


- 横向看：休闲服务PE(TTM)为28倍，在申万行业中排名第10。
- 纵向看：休闲服务行业目前PE同比与去年同期有所提升。
- 从子行业来看，其他休闲服务（35倍）和旅游综合（30倍）的市盈率相对较高，景点（27倍）和酒店（22倍）市盈率相对较低。

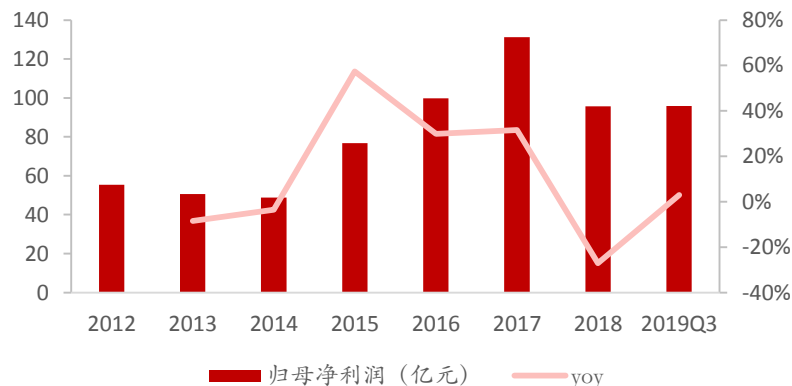
数据来源：Wind，西南证券整理

# 2019年行业回顾——A股：业绩整体平稳，板块表现分化

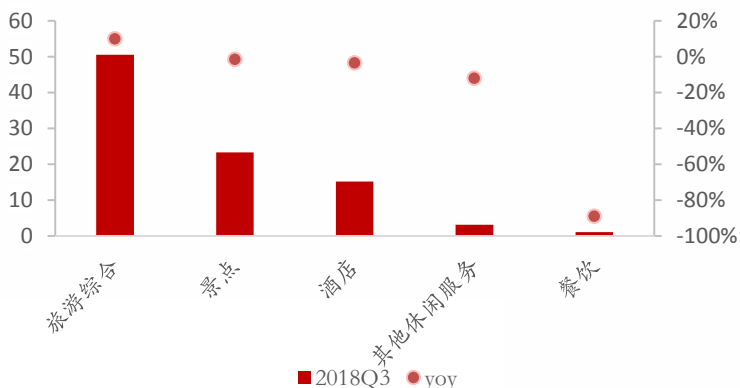
## 休闲服务行业营收及增长率



## 休闲服务行业净利润及增长率



## 2019Q3休闲服务子板块净利润 (亿元)

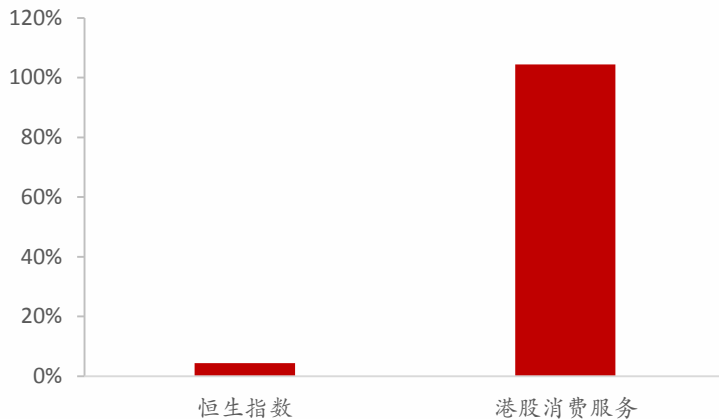


数据来源: Wind, 西南证券整理

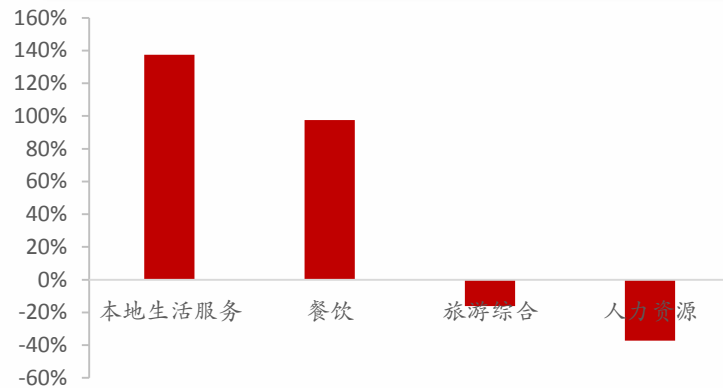
- 2019年1-9月申万休闲服务板块实现营收1070亿元 (yoy-2.5%) 和归母净利润95.9亿元 (yoy+3%)。
- 2019年休闲服务行业业绩表现平稳，其中免税板块延续优异表现，酒店板块业绩增速有所放缓，但开店速度仍保持高速，出境游、传统景区板块受宏观经济景气度偏低影响表现走弱，演艺景区、休闲景区表现较佳，人力资源板块受猎头周期性波动影响业绩增长略有放缓。

# 2019年行业回顾——港股：核心资产集中，龙头马太效应显著

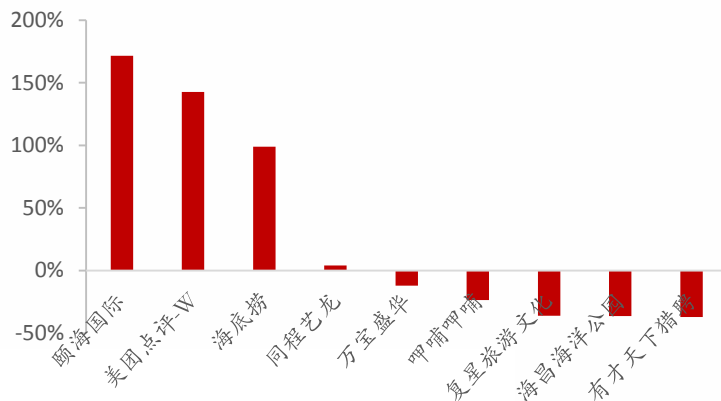
## 港交所行业PE ( TTM )



## 港股休闲服务子板块涨跌幅



## 休闲服务行业涨跌幅前五个股

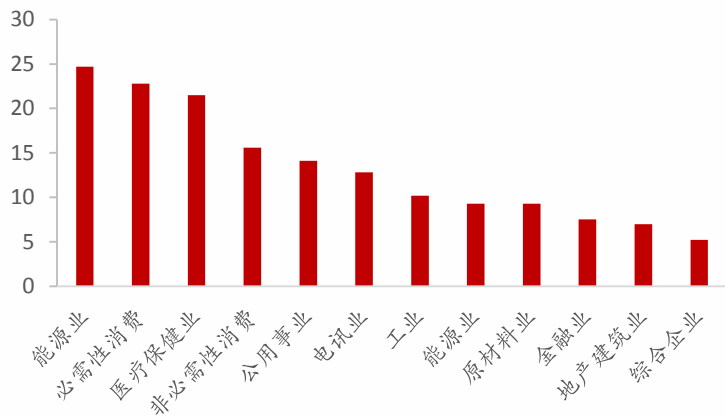


- 2019年初截至11月26日港股休闲服务板块（包括我们重点关注的9只休闲服务个股）上涨104.4%，跑赢恒生指数100个百分点。
- 2019年初截至11月26日各子行业涨跌互现：本地生活服务、餐饮、旅游综合、人力资源分别上涨137.4%、97.5%、3.9%、-16.1%、-30.2%。
- 期间板块内涨幅最大的为颐海国际（171.4%）、美团点评（+142.6%）、海底捞（+99%）；跌幅最大的为有才天下猎聘（-37.2%）、海昌海洋公园（-36.3%）、复兴旅文（-36%）。

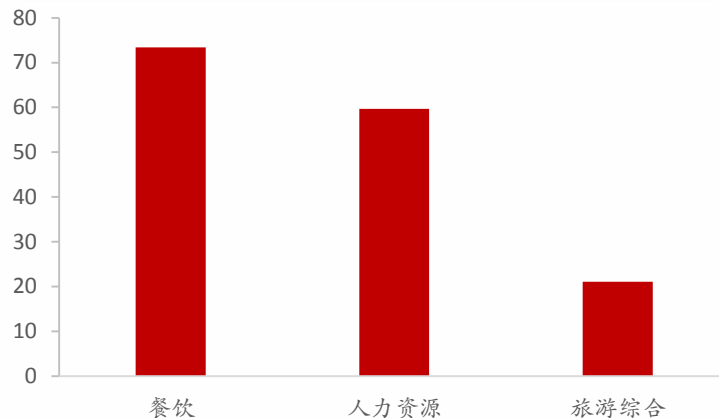
数据来源：Wind，西南证券整理

# 2019年行业回顾——港股：整体估值偏低，板块分化明显

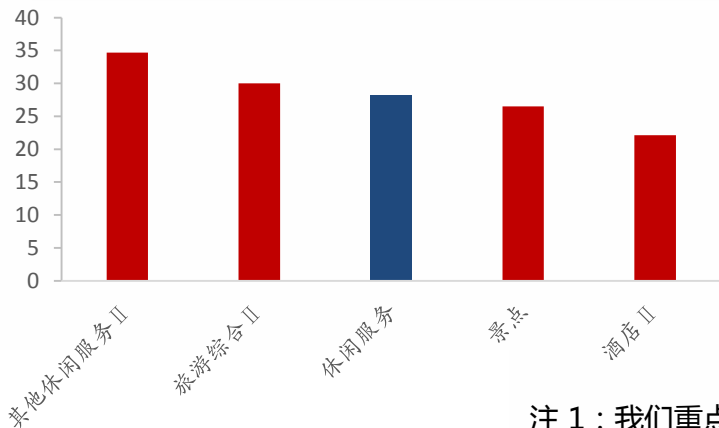
## 港交所行业市盈率（TTM整体法）



## 港股消费服务子板块市盈率



## 申万休闲服务子行业市盈率



- 横向看：港股整体估值水平显著低于A股，同时各板块之间亦呈现明显分化趋势。
- 纵向看：非必需性消费板块估值处于中等偏上水平（16倍）。
- 聚焦于我们关注的消费服务板块，除美团由于尚未盈利无法计算PE外，餐饮板块估值（73倍）>人力资源（60倍）>旅游综合（21倍）。

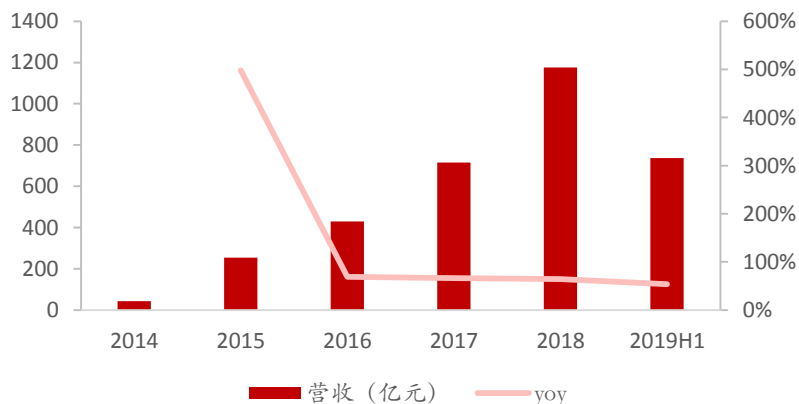
注1：我们重点关注个股包括美团点评（本地生活服务）、万宝盛华+有才天下猎聘（人力资源）、颐海国际+海底捞（餐饮）、复星旅游文化+同程艺龙+海昌海洋公园（旅游综合）

数据来源：Wind，西南证券整理

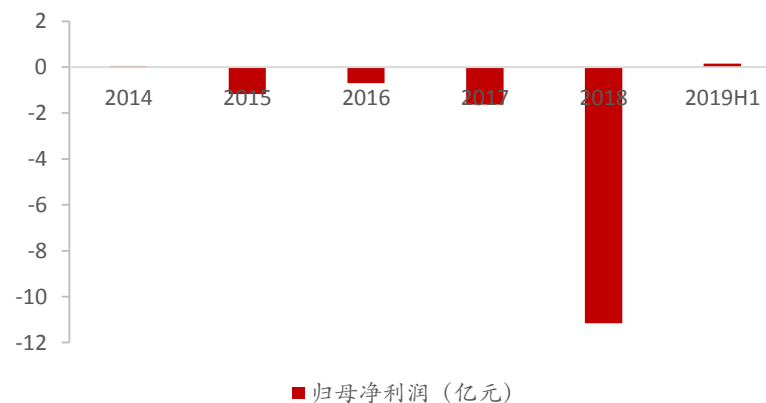


# 2019年行业回顾——港股：业绩整体平稳，板块表现分化

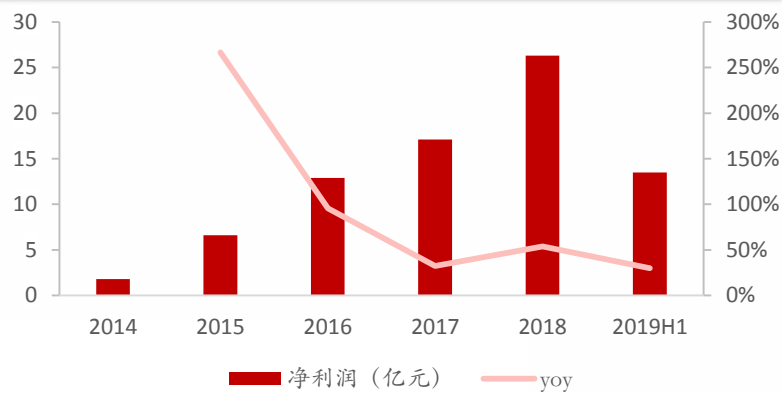
## 港股消费服务营收及增长率



## 港股消费服务净利润/亏损



## 餐饮板块净利润及增速



- 2019年H1我们重点关注的9支消费服务个股板块共实现营收737亿元（yoy+53.9%）和归母净利润15.9亿元（同比扭亏为盈）。
- 整体板块净利润表现不佳主要受美团点评亏损体量较大影响，分拆板块来看，餐饮板块海底捞+颐海国际业绩表现亮眼。

数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

◆ 免税：需求+政策助推高成长，坚定把握龙头机遇

◆ 人力资源：灵活用工空间广阔，建议板块性布局

◆ 酒店：短期数据继续承压，长期看好龙头整合

◆ 景区：自然景区增长受限，演艺景区大有可为

◆ 出境游：行业空间广阔，关注龙头多元化探索

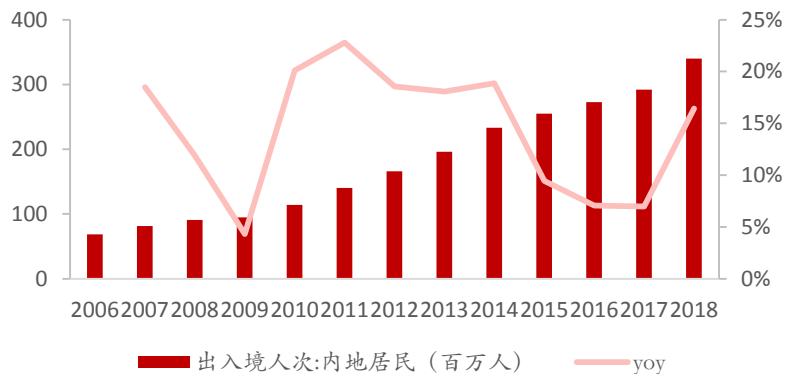
◆ 餐饮：整体增速平稳，优选成长性赛道

◆ 2020重点推荐投资标的

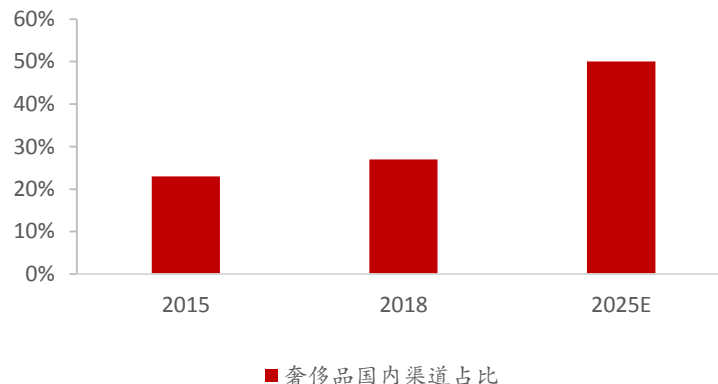
## 免税板块：消费回流趋势下免税需求有望持续释放

- **国人消费回流空间广阔。**消费升级趋势下，休闲、旅游消费日益增长，出境游意愿亦处于提升轨道。2018年我国内地居民出入境总人次达到3.4亿人，同比增长16%，高端消费已呈现回流态势，2018年我国奢侈品消费规模占全球33%，而在我国奢侈品消费渠道中，境内渠道占比由2015年的23%提升至27%，根据Bain数据，预计2025年这一占比有望提升至50%，其他品类消费回流亦有广阔空间。
- **免税商店是鼓励消费回流的关键渠道。**加严对“代购”等灰色渠道的监管，以及降低进口税等优惠政策为国内免税行业创造成长空间，免税渠道成为国民消费回流的重要渠道之一。

### 内地居民出入境次数



### 我国奢侈品消费国内渠道占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

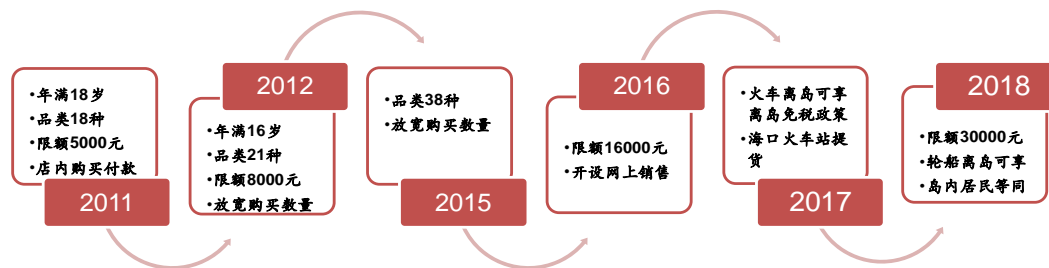
## 免税板块：离岛免税仍存政策释放空间

- **离岛免税是国内免税重要组成部分。** 受益于海南国际旅游岛的建设以及离岛免税政策的逐步放开，离岛免税销售额与购物人次持续增长，2018年全岛共实现营收101亿元，同比增长26%，占全国免税销售额约1/3，是国内免税的重要组成部分。
- **离岛免税政策推动作用明显，未来政策仍有宽松空间。** 2018年12月1日离岛政策第五次调整实施一周年后，全岛离岛免税销售额129亿元，同比大幅增长32%，利好效果显著，未来离岛免税政策在购买件数、行邮税等方面仍有放开空间。同时2019年3月TFWA峰会提出未来“在全岛建设自由贸易港极端，免税特许经营权将不再存在，免税经营不再限定某个区域或某个商店”。

### 离岛免税销售额



### 离岛免税政策变迁

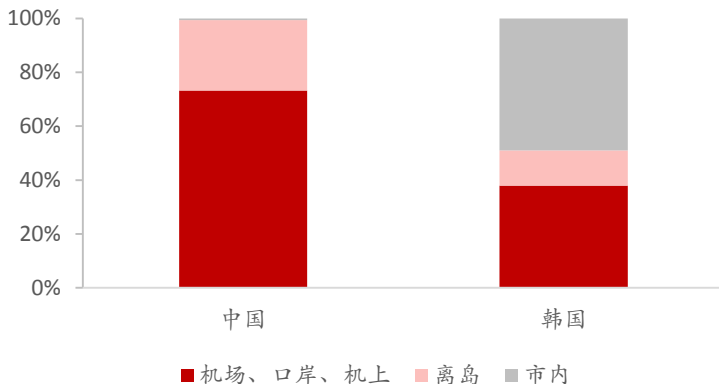


数据来源：Wind，西南证券整理

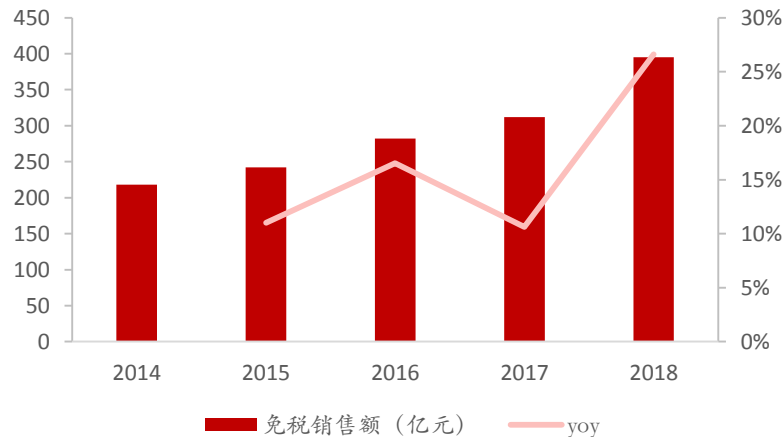
# 免税板块：市内店打开新空间，高壁垒下把握龙头机遇

- **市内店有望打开免税成长新空间。**从免税市场较为成熟的韩国来看，市内免税店渠道为韩国国民免税购买渠道占比最高渠道（约49%），而我国市内免税国人消费目前仅0.6%。目前国旅5家市内免税均已复开，未来市内免税政策放开后购物时长+空间扩展，有望打开国人免税消费新空间。
- **行业壁垒仍高企，龙头马太效应显著。**中国免税品销售业务实行特许经营制度，且免税牌照壁垒高企，对免税运营商自身的经营资质审核十分严格，因此中国免税店行业集中度高，龙头垄断竞争格局明显。重点推荐国内免税市占率高达80%的**中国国旅（601888）**，关注牵手中出服未来有望布局免税行业的**凯撒旅游（000796）**。

## 中国韩国国民免税购物渠道对比



## 我国免税销售额

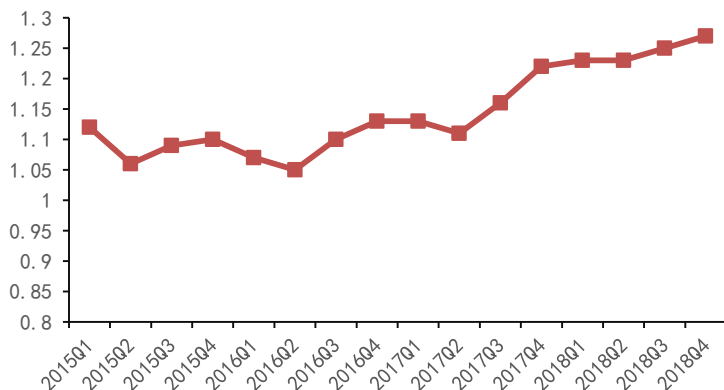


数据来源：Wind，西南证券整理

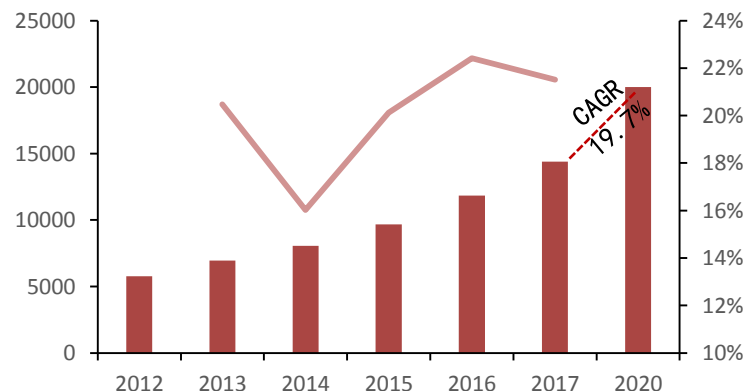
# 人力资源板块：人才缺口持续扩张，人服行业快速增长

- ❑ **人才缺口持续扩张，支撑人服需求增长。**截至2018年末全国就业人员 77586 万人，首次出现负增长，与此同时，岗位空缺与求职人数比率持续增长至1.27，人才缺口不断扩张，企业用人需求快速增长，支撑我国人力资源服务行业快速发展。
- ❑ **人力资源服务业营收规模持续高增长。**2017年我国人服行业营业总额1.44万亿元（yoy+21.5%），近5年CAGR 16.5%，增速显著高于全球整体水平。根据2017年《人力资源服务业发展行动计划》提出的目标，2020年预计我国人服行业规模将达2万亿元，则2017-2022年复合增长率将达19.7%，行业发展将大概率继续维持高增速。

### 2015-2018岗位空缺与求职人数比率



### 中国人服行业全年营收变化（亿元）

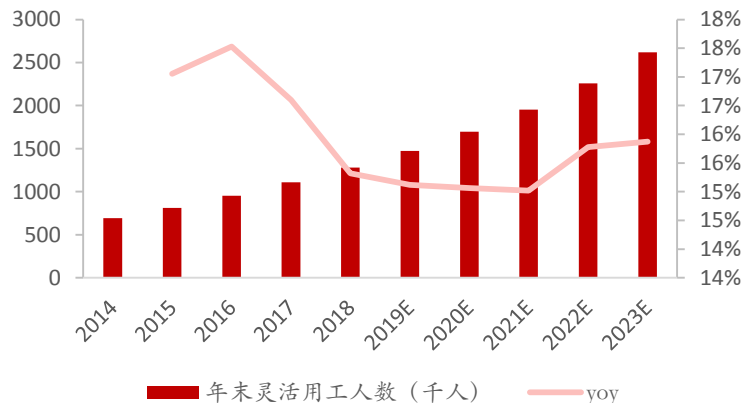


数据来源：Wind，西南证券整理

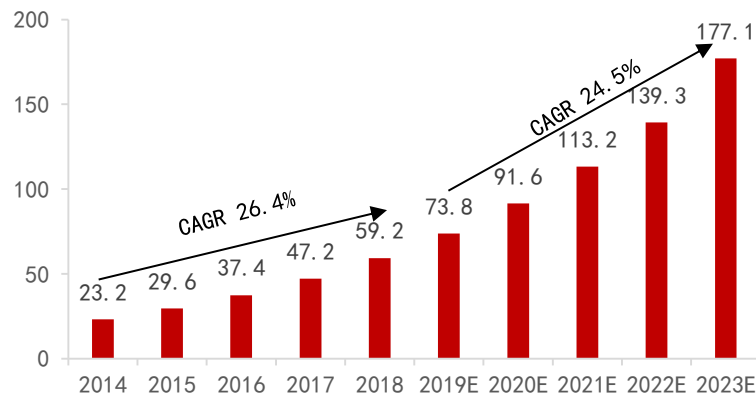
## 人力资源板块：灵活用工为优选赛道，成长空间广阔

- ❑ **企业快速发展、宏观经济波动推动灵活用工需求增长。**截止2017年末中国独角兽企业约占全球40%，国内大中型企业快速成长需要大量人才，根据灼识咨询，服务中国新经济的灵活用工年末人数从2014年的12.1万人增至2018年的43万人，对应CAGR 37.2%，同时宏观经济波动使得大中型企业对用工灵活性需求提升，推动灵活用工行业需求快速增长。
- ❑ **灵活用工可以解决企业用工多个痛点。**1) 提升人力资源应用效率，满足企业“柔性管理”需求；2) 大幅节省招聘成本以及员工管理成本；3) 实现用工风险的转移。4) 形成“人才池”，优秀候选人选拔成本降低。

### 年末灵活用工人数



### 灵活用工市场规模快速增长 (十亿元)

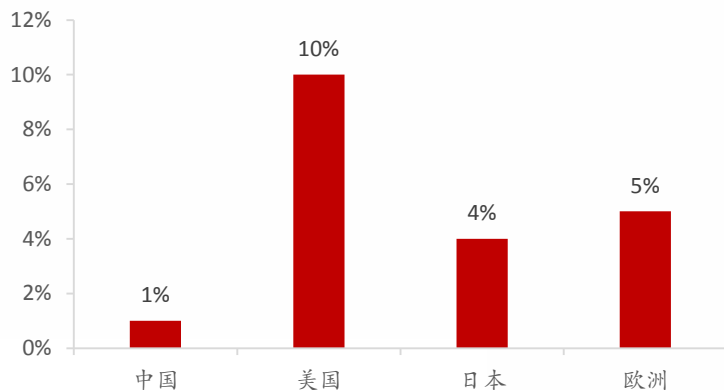


数据来源: Wind, 西南证券整理

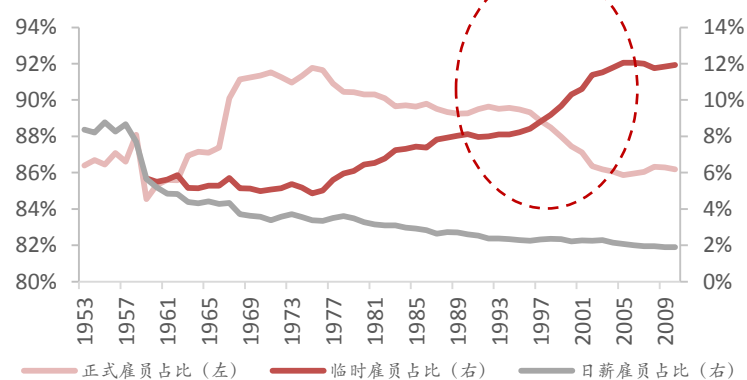
# 人力资源板块：行业红利释放期，板块性布局龙头标的

- 相较海外发达国家，我国灵活用工渗透率仍处于低位，宏观经济波动或催化灵工行业加速成长。目前我国灵活用工渗透率仅1%左右，相较美国（10%）、欧洲（5%）、日本（4%）仍处于低位。参考美国、日本宏观经济波动时期灵活用工行业快速增长经验，预计在宏观经济波动背景下我国灵活用工行业有望催化成长。
- 资金+管理壁垒限制灵工供应商发展规模，政策加码凸显龙头投资价值。由于需要垫付大规模外包员工薪资，完成大规模员工的人事管理，灵活用工业务对资金、管理效率要求较高，因此小型灵活用工企业很难形成规模优势，同时近年来人力资源法规政策逐步趋严，或逼退部分中小型供应商、推动龙头整合，重点推荐国内人服及灵工龙头科锐国际（300662）、万宝盛华（2180.HK），关注即将上市的新经济灵活用工优质供应商人瑞人才。

### 不同国家灵活用工渗透率



### 日本不同雇佣形式占比变化



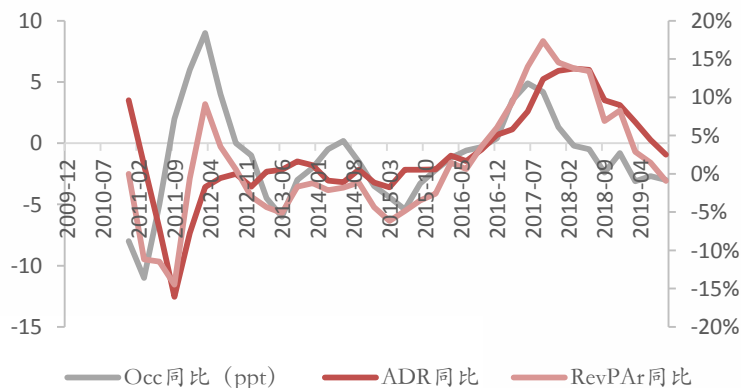
数据来源：Wind，西南证券整理



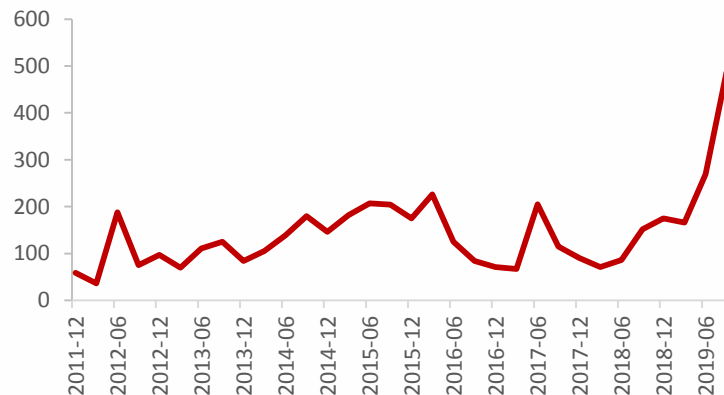
## 酒店板块：短期经营数据继续承压，长期仍看好龙头整合空间

- **行业经营数据整体承压明显，开店有所提速。**以行业龙头华住为例，2018年至今，三项经营数据表现持续承压，2019Q3 Occ/ADR/RevPAR分别同比变动-3PPT/+2.5%/-0.9%，整体RevPar数据首次负增长。但同时各大龙头延续高速增长，酒店投资具备现金流良好、回报率稳定等特点，业主在宏观经济不稳定背景下对优质品牌连锁酒店投资意愿仍较为强烈。
- **行业结构继续优化，下沉空间仍广阔，龙头价值凸显。**目前二三线中端酒店仍存扩张空间，原有业主对存量物业的投资逐渐向中端转型，传统经济型酒店亦通过升级改造逐渐向中端靠拢，整体均价仍处于提升趋势，加盟为主模式下各大酒店品牌集团盈利能力持续增强。此外酒店物业成本高企或逼退盈利能力薄弱的中小型单体酒店，目前锦江、首旅、华住、格林四大集团CR4约43%，作为行业龙头具备资金与品牌护城河，有望受益于行业产品结构不断优化，存在中长期投资价值，重点推荐**首旅酒店（600258）**。

### 华住酒店经营数据同比变化情况



### 华住季度开店数量

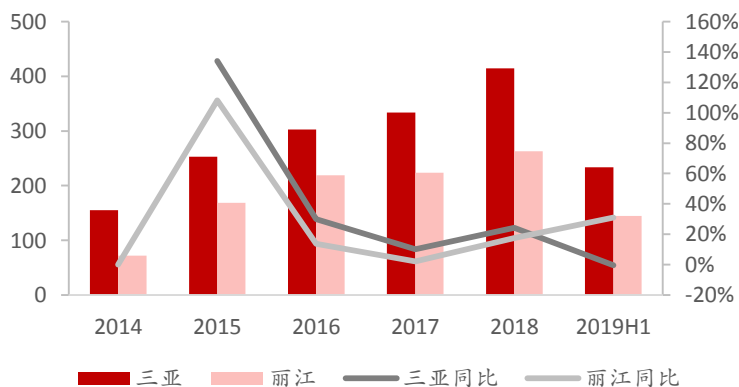


数据来源：Wind，西南证券整理

## 景区板块：自然景区增长受限，演艺景区大有可为

- **多因素拖累自然景区客流增速放缓，门票降价政策压制盈利。**宏观经济景气度偏低消费者出游需求有所减弱、交通、景区承载力有限以及天气因素等多重因素拖累景区客流增速普遍放缓，上市公司景区中黄山/桂林旅游/峨眉山，2019上半年接待量同比变动分别为+9.6%/-6.7%/+0.1%。2018年至今降价政策频出，门票收入盈利水平或难以提升，多元化发展成为自然景区必经路径，**天目湖（603836）**作为民营景区门票定价拥有自主权，多景区联动有效提升客单价，未来异地扩张打开想象空间，建议积极关注。。
- **演艺景区逆势增长，复制扩张逻辑打破成长天花板。**剧场演艺+主题乐园景区受天气、交通等因素影响较小，同时差异化产品结构有效提升游客体验，重点推荐演艺景区龙头**宋城演艺（300144）**：三亚、丽江项目持续验证公司异地自主复制能力，炭河、宜春千古情逐渐验证轻资产复制逻辑，现有项目产品持续迭代+异地第二轮扩张已开启，支撑中长期可持续增长。

宋城三亚、丽江项目营收（百万元）



宋城演艺项目进度

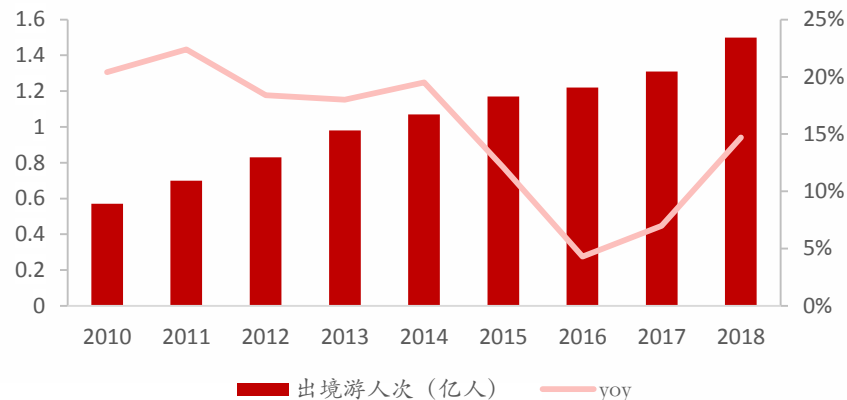


数据来源：Wind，西南证券整理

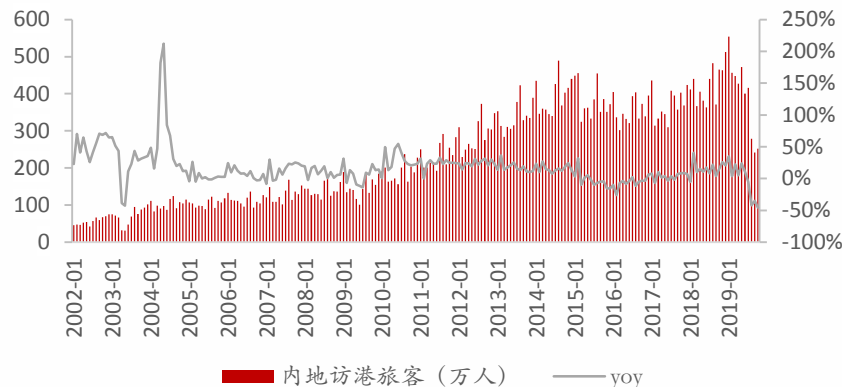
## 出境游板块：行业成长空间广阔，龙头多元化探索

- **出境游受外部因素影响明显，目的地逐渐丰富。**出境游行业需求受宏观经济及外部事件性影响明显，但低渗透率下行业成长空间仍可期。从目的地看逐渐丰富，港澳台占比从2012年的62%已经降低至2018年的53%，“一带一路”沿线目的地表现良好，在2018年高基数下预计2019年出境游人次增速或表现略疲软，目的地表现或加剧分化，但我们仍看好行业中长期渗透率提升。
- **行业龙头紧抓多元化布局机会，有望享受行业增长红利。**行业两大龙头中众信旅游（002707）在原有批发+零售业务基础上持续开发多元化业务，延伸上下游整合全产业链；凯撒旅游（000796）则在旅游业务基础上积极参股中出服，意在分羹免税行业红利，建议积极关注两大龙头多元化业务发展进程。

### 我国出境游人次及增速



### 内地访港旅客数量

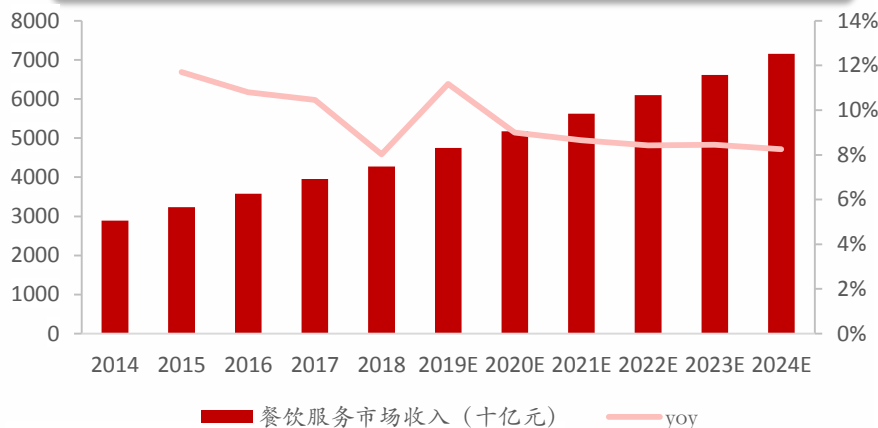


数据来源：Wind，西南证券整理

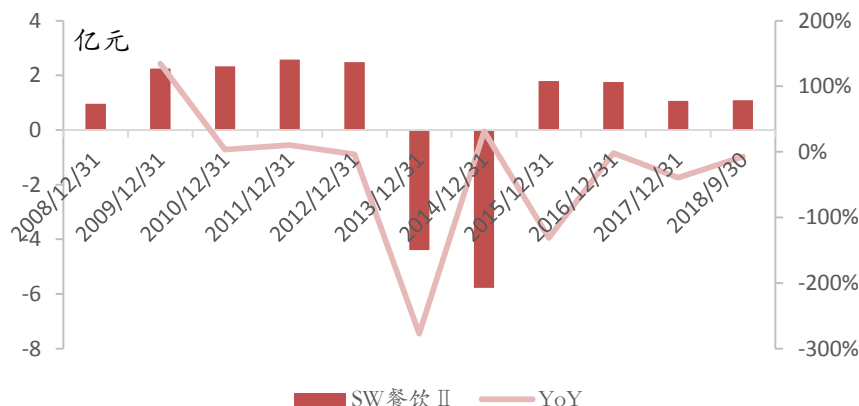
## 餐饮板块：整体增速平稳，优选成长性赛道

- **餐饮行业整体增速平稳。**近年来中国餐饮服务市场增速趋向平稳，市场规模由2014年的28925亿元增长至2018年的42716亿元，对应CAGR 10%。根据弗若斯特沙利文数据，预计未来餐饮服务行业仍将以平稳增速发展，预计2024年增至71582亿元，对应CAGR 9%。
- **优质细分赛道成长性佳。**从细分赛道来看，我们看好连锁中式快时尚餐饮市场以及连锁火锅市场，商业物业持续扩张，优质餐饮在购物商场中的地位日渐重要，建议关注门店快速扩张、运营管理能力卓越的海底捞（6862.HK）以及即将上市的中餐连锁九毛九国际。

### 我国餐饮服务市场规模



### 景区板块利润及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

◆ 免税：需求+政策助推高成长，坚定把握龙头机遇

◆ 人力资源：灵活用工空间广阔，建议板块性布局

◆ 酒店：短期数据继续承压，长期看好龙头整合

◆ 景区：自然景区增长受限，演艺景区大有可为

◆ 出境游：行业空间广阔，关注龙头多元化探索

◆ 餐饮：整体增速平稳，优选成长性赛道

◆ 2020重点推荐投资标的

# 科锐国际 ( 300662 ) : 猎头起家人服龙头, 灵活用工空间广阔

## □ 投资逻辑 :

1) 公司以猎头业务起家, 招聘能力卓越, 先发优势显著, “产品+服务+技术” 赋能推动公司各业务板块实现快速增长, 近三年业绩复合增长率超过38%; 2) 灵活用工业务成长性最佳, 招聘优势+品牌力打开市场, “线上+线下” 协同效应逐渐凸显, 收并购实现区域+业务条线扩张; 3) 技术投入持续加码, 技术产品布局行业内最为丰富, 推动各项业务垂直升级。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为1.5亿元、1.9亿元、2.3亿元, 对应PE分别为35倍、28倍、23倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

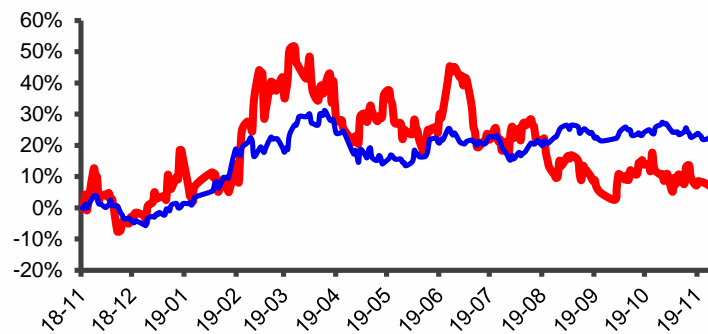
宏观经济景气偏低或继续影响猎头业务; 技术产品开发或不及预期; 外延标的业绩波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2196.8	3674.3	4752.9
营业收入增长率	93.54%	67.26%	29.35%
净利润 (百万元)	117.7	150.7	189.1
净利润增长率	58.30%	28.07%	25.48%
EPS (元)	0.65	0.84	1.05
P/E	45	35	28

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 万宝盛华 ( 2180.HK ) : 卓越品牌深耕大中华 , 灵工风口成长可期

## □ 投资逻辑 :

1) 公司为大中华区最大规模人服供应商, 从港澳台逐渐深耕大陆市场, 2018年大陆地区占比提升至47.4%; 2) 背靠万宝盛华品牌, 竞争优势突出, 灵活用工增长亮眼, 其他各项业务均表现优异; 3) 募资投向渠道拓展+技术提升+战略并购, 有望充分受益于行业发展。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为1.3亿元、1.7亿元、1.9亿元, 对应PE分别为12倍、9倍、8倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

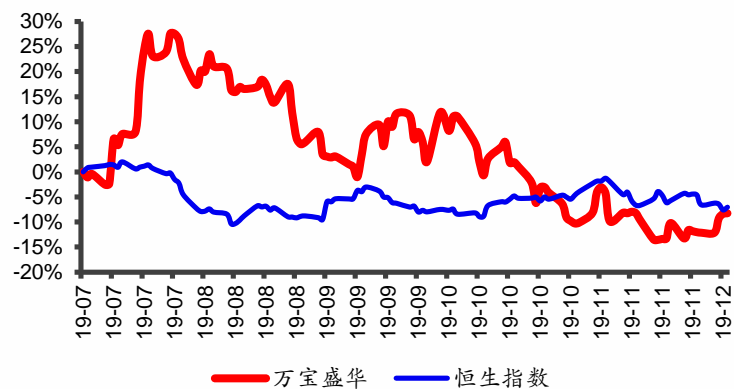
宏观经济景气偏低或继续影响猎头业务; 技术产品开发或不及预期; 外延标的业绩波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2491.5	3219.6	4139.0
营业收入增长率	24.1%	29.2%	28.6%
净利润 (百万元)	98.1	129.1	166.5
净利润增长率	16.3%	31.5%	29.0%
EPS (元)	0.65	0.65	0.83
P/E	-	12	9

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 中国国旅（601888）：免税龙头聚焦主业，市内店展开想象空间

## □ 投资逻辑：

1) 国旅总社剥离，龙头聚焦强者恒强。国旅总社于19年1月剥离，公司聚焦免税业务，内生+外延成长性卓越。2) 采购体量显著增长成本规模效应凸显，盈利能力仍处于提升空间。3) 离岛免税整合或加快进行，政策放开利好显著，离岛免税销售规模持续快速增长。4) 市内店全部复开，期待国人市内免税政策落地打开新成长空间。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为46.7亿元、53.3亿元、65.3亿元，对应PE分别为35倍、31倍、25倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

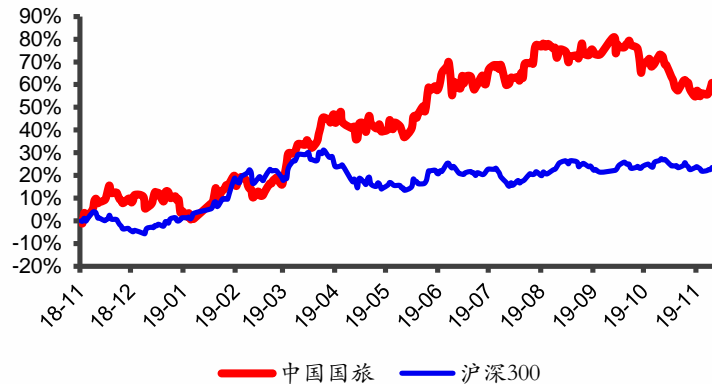
旅游行业景气度或不及预期；海免整合或不及预期；离岛免税政策变动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	47007.3	46210.5	54180.2
营业收入增长率	66.21%	-1.70%	17.25%
净利润（百万元）	3094.8	4669.0	5331.0
净利润增长率	22.29%	50.87%	14.18%
EPS（元）	1.59	2.39	2.73
P/E	53	35	31

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理



# 宋城演艺 (300144) : 演艺+主题景区龙头, 第二轮扩张已开启

## □ 投资逻辑 :

1) 存量项目通过常改常新实现业绩持续超预期增长, 经营管理效率提升带动盈利能力显著增强, 九寨项目预计2020年重新开业。2) 自建+轻资产项目按计划稳健释放, 第二轮异地扩张稳步开启。3) 产品模式持续创新丰富, 拟打造珠海演艺谷, 有望实现全方位、多层次、立体化旅游目的地升级, 打造业绩成长新引擎。

## □ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2020年净利润分别为13.8亿元、13.2亿元、16亿元, 对应PE分别为30倍、31倍、26倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

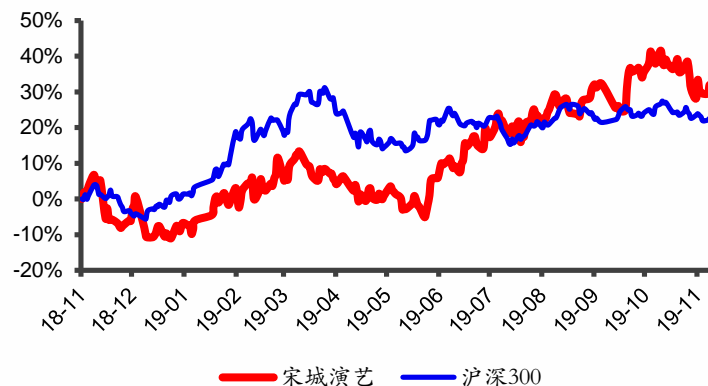
新项目进展或不及预期, 景区突发事件影响、宏观经济低迷风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3211.2	2874.6	3065.0
营业收入增长率	6.20%	-10.48%	6.62%
净利润 (百万元)	1287.2	1382.2	1318.1
净利润增长率	20.57%	7.38%	-4.64%
EPS (元)	0.89	0.95	0.91
P/E	32	30	31

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 首旅酒店（600258）：短期数据承压，中长期成长空间仍广阔

## □ 投资逻辑：

1) 酒店及海南南山景区业务共同推动内生业绩稳健增长，经营管理效率及资金管理提升盈利能力显著改善。2) 开店继续加速中高端布局加强，ADR仍有望支撑RevPAR快速成长。3) 行业中长期逻辑不变，行业连锁龙头具备资金与品牌护城河，目前估值水平处于历史低位，中长期看仍具备板块性投资价值。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2020年净利润分别为9.2亿元、11.5亿元、12.7亿元，对应PE分别为19倍、15倍、13倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

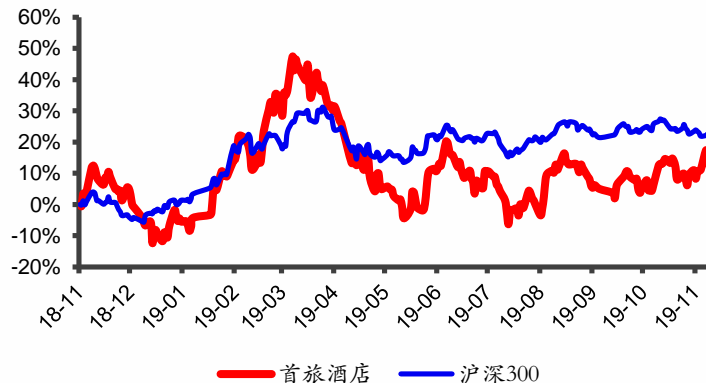
中端加盟扩张进展或不及预期，宏观经济或继续低迷导致中期行业供给或存在过剩风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8538.8	9118.2	9553.5
营业收入增长率	1.45%	6.79%	4.77%
净利润（百万元）	857.0	921.1	1149.9
净利润增长率	35.8%	7.5%	24.8%
EPS（元）	0.87	0.93	1.16
P/E	20	19	15

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

## 部分公司估值表

代码	公司	股价 (元/港币)	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300662	科锐国际	29.18	0.65	0.84	1.05	45	35	28	买入
2180. HK	万宝盛华	8.66	0.65	0.65	0.83	-	12	9	买入
601888	中国国旅	84.38	1.59	2.39	2.73	53	35	31	买入
300144	宋城演艺	28.16	0.89	0.95	0.91	32	30	31	买入
600258	首旅酒店	17.31	0.87	0.93	1.16	20	19	15	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/26）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱芸  
执业证号：S1250517070001  
电话：010-57758600  
邮箱：zhuz@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jfs@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn