

2020年09月05日

餐饮旅游

行业专题报告

证券研究报告

2020年中报业绩综述：免税板块春意正盛，餐饮旅游渐迎芳菲

■按中信行业分类下的51家社服标的统计：①按中信行业分类下的51家社服标的统计：①2020H1合计实现营收548.0亿元/-40.8%，实现归母净利润-12亿元/-114.3%，行业受疫情影响较为严重，业绩下滑幅度较大。②20H1年营收增速排序：人服(+5%)>餐饮(-15%)>免税(-21%)>职教(-23%)>酒店(-50%)>休闲景区(-61%)>自然景区(-65%)>出境游(-79%)。③基于行业综合判断，各子板块景气度如下：免税>人服>职教>餐饮>酒店>休闲景区>自然景区>出境游。

■免税：短期看疫情拐点，中长期看海南及市内店增量空间。①剔除国旅总社及追溯调整海免并表影响后，可比口径下2020H1营收增速-20%，扣非净利增速-68.9%，主要受机场保底租金影响。推测H1系全额缴纳租金，不排除未来租金减免谈判空间。毛利率2020H1为40.1%/-0.5pct同比微降；费用率方面，由于人员、房租成本较为刚性，期间费用率整体上升7.6pct至51.4%，整体净利率5.3%同降5.5pct。②三亚免税店离岛免税新政以来保持高增，叠加同时线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出，待海外疫情拐点出现后，机场免税有望迎来反弹，继续推荐。

■职教：主赛道+新领域多引擎驱动高增，疫情影响收入确认节奏，看好政策红利+龙头优势下长期发展空间。①2020H1中公营收28.1亿元/-22.8%，主要受协议班占比较高情况下考试延期导致收入确认延迟影响。合同负债（扣除增值税之后的预收学费）72.22亿元，同比提升31.5%，可比口径下较年初大增182.4%；收到现金76.9亿元/+2.8%，已超去年同期。下半年预计将陆续确认收入，对全年营收增速影响较小。②2020H1课程产品成本刚性影响下，毛利率下滑9.2pct至48.3%。归母净利率下滑21.8pct至-8.3%。管理费用率同比上升4.7pct至18.5%，销售费率上升6.4pct至25.0%。但管理费用中职工薪酬同比增长2.2%，销售费用中职工薪酬同比增长8.8%，假设人均薪酬不变，倒推可得销售及管理人员人数增长，研发费用率扩大5.3pct至14.6%；③2020年国考招录人数大幅增长，公考主赛道有望加速增长；非公业务多品类齐发，依托研发平台及网点高速扩张。疫情就业压力下扩招政策有望促进考研业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务加速成长。

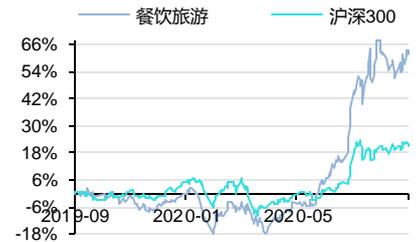
■人力资源：中国大陆灵工业务H1逆势增长，稳就业政策下看好行业未来需求红利及龙头发展潜力。①科锐2020H1实现营收17.62亿元/+5.20%；归母净利润0.85亿元/+29.83%（剔除股权激励费用口径），实现逆势高增长；业务结构变化使得2020H1毛利率13.38%/同比微降0.34pct，期间费率受费用管控下继续压缩（2020H1为7.71%/YoY-0.12pct，若剔除股权激励费用则同比下降3.40pct），整体净利率4.89%/+0.16pct（剔除股权激励成本后为5.53%/+0.80pct）；人瑞2020H1实现营收11.96亿元/YoY+11.0%，若剔除社保及部分灵活用工服务减免影响，对应2020H1营收增速为+21.1%（公告口径）；调整后归母净利润0.53亿元/-9.3%，业绩符合预期。2020H1毛利率8.3%/YoY-2.5pct，主要系各个业务毛利率均有所下降所致，整体净利率4.4%/YoY-1.0pct。②在政策方面：国办发发布了《国务院办公厅支持多渠道灵活就业得指导意见》，指出“灵活就业对于稳就业、保民生意义重大。要把支持灵活就业作为稳就业的重要抓手，进一步加大政策支持力度，努力创造更多就业岗位。”科锐、人瑞等作为国内灵活用工的民营龙头之一，核心主业在宏观及就业压力加大下，预计或有望持续受到政策层面支持，继续看好公司主业的快速发展及渗透率提升潜力。

■餐饮：中报业绩符合预警区域，看好同店经营在三四季度继续恢复及中小餐厅出清下龙头加速展店趋势。①2020H1餐饮板块整体营收145.14亿元/-20.91%，归母净

投资评级 领先大市-A
维持评级

| 首选股票 | 目标价 | 评级 |
|--------|------------|------|
| 601888 | 中国中免 .00 | 买入-A |
| 002607 | 中公教育 .00 | 买入-A |
| 300144 | 宋城演艺 23.25 | 买入-A |
| 300662 | 科锐国际 74.50 | 买入-A |
| 06919 | 人瑞人才 .00 | 买入-A |
| 600754 | 锦江酒店 51.50 | 买入-A |
| 600258 | 首旅酒店 22.75 | 买入-A |
| 06862 | 海底捞 54.50 | 买入-A |
| 09922 | 九毛九 20.90 | 买入-A |
| 603043 | 广州酒家 .00 | 买入-A |

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -0.82 | -4.43 | -23.54 |
| 绝对收益 | -0.96 | 14.79 | -2.01 |

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

多重优势下市内店吸引力更强，若政策放开有望打开广阔新市场，继续推荐免税！ 2020-08-23

7月餐饮&酒店经营进一步修复好于预期，继续看好龙头复苏行情！ 2020-08-16

重点关注酒店近期投资机会：7月PMI+跨省游解禁下经营有望持续改善 2020-08-09

海南免税销售及所得税利好不断，重点关注市内免税政策动态 2020-08-02

社服零售 2020Q2 基金持仓分析，免税景气持续上行 2020-07-26

利-14.33亿元/-205.39%，主要系疫情影响餐饮门店经营所致，整体毛利率（受披露口径影响，不含海底捞、九毛九和呷哺呷哺）下滑 17.2pct 至 34.0%，归母净利率下滑 17.3pct 至-9.9%。餐饮龙头开店方面，上半年继续实现逆势开店，对全年门店扩张计划影响小，继续看好疫情期间中小餐饮门店出清使得物业资源更多且更具性价比，短中期有望推动龙头加速展店的核心逻辑。②受 6 月北京疫情影响，餐饮 6 月经营数据短期承压，但 7 月门店数据均实现环比向好，使得市场对餐饮后续 8-9 月及后续四季度的经营数据恢复节奏信心显著增强，叠加龙头海底捞和九毛九多餐饮业态加大尝试项目利好中长期发展，目前时点继续推荐海底捞&九毛九。

■酒店：Q2 经营环比改善，看好国内酒店 Q3-4 同店修复及龙头加速展店。①酒店板块 2020H1 营收 YoY-49.66%，归母净利 YoY-181.67%；2020H1 酒店板块整体毛利率 7.61%/YoY-57.50pct；期间费用率 31.21%/YoY-26.26pct，主要受会计口径变动所致；净利率-9.73%/YoY-15.72pct，主要系受新冠疫情影响，酒店入住率严重下滑所致。拆分单季度看，锦江和首旅 2020Q2 受疫情影响同店 RevPAR 下降 34.5% 和 50.9%，环比 Q1 均有所好转，2020H1 扣非业绩分别同比-205.7%和-165.6%，短期承压系疫情影响所致，但 2020Q2 环比 Q1 同样实现向好。②根据 STR 数据，7 月国内经济型&中高端酒店整体的入住率（67%）&RevPAR（162 元）环比 6 月进一步修复，看好国内门店在疫情控制较好下的数据 Q3-4 进一步恢复；在新开店上，根据近期对渠道的跟踪，判断 7-8 月的新签约水平或已有望恢复至去年同期的单月水平，成长性有望开始恢复正轨；且在本次疫情期间，单体酒店在本次疫情下抗风险能力相对不足，而大型酒店品牌的赋能更加明显，中期继续看好锦江首旅华住等头部品牌在 2021~22 年加速展店逻辑。

■休闲景区：7 月团队游解禁&出境游回流国内，看好国内休闲周边游下半年客流继续恢复。①休闲景区板块 2020H1 营收 YoY-60.96%，归母净利 YoY-110.03%，主要系疫情使得景区 Q1 部分时段停营及 Q2 客流受影响所致；2020H1 整体毛利率 19.96%/-13.73pct，净利率-4.12%/-20.18pct；②标的层面：宋城演艺的各地千古情景区已于 6 月 12 日全线开业，看好国内疫情控制较好下客流下半年逐步恢复；休闲度假游标的天目湖客流 Q2 快速恢复推动单季度利润快速扭亏微盈，继续看好下半年长三角客流对于周边游需求的加速养成；中青旅旗下的乌镇和古北水镇两大休闲游景区 Q2 客流同样实现较好恢复，继续看好休闲游市场的下半年恢复。

■出境游：疫情下中小旅行社出清利好龙头市占率提升，并积极关注众信和凯撒在免税及海南板块布局进展。①出境游 2020H1 受海外疫情等影响，上半年营收同比下滑 78.49%，归母净利同比下滑 439.63%，主要系海外疫情扩散使得业务无法开展所致；2020H1 毛利率为 11.60%/YoY-3.22pct，整体净利率-20.82%/YoY-22.14pct。考虑到日本政府在 8 月 28 日公布，从 9 月起允许外国居民重新入境，以及国内各大机场国际航班在 7-8 月以来陆续开始增多，我们判断行业受疫情影响最黑暗的时段或已过去，预计有望在 2020H2~2021 年底前逐步恢复业务。②根据公告和官方公众号，众信在今年 2 月与中免集团签订战略合作框架，并在 5 月以来多次与海南省委市委深度会务商谈合作；凯撒则股权绑定中出服有望共同分享市内免税红利，建议积极！

■继续推荐社服三大主线：①免税组合：疫情催化下国家意志鼓励免税行业发展，海南政策利好频出、增加免税牌照利好蛋糕进一步做大，重点推荐中国国旅+王府井+格力地产+众信旅游+凯撒旅业；②酒店餐饮旅游等线下消费组合：7-8 月餐饮和酒店等可选消费环比 6 月继续迎来复苏，且酒店和餐饮龙头在短中期均有望实现逆势加速开店，继续推荐酒店板块锦江+首旅；餐饮板块九毛九+海底捞+广州酒家等；休闲景区宋城+天目湖；③就业类服务业逆周期组合：就业压力加大下，职教培训和灵活用工的需求有望提升，利好龙头中公教育+科锐国际+人瑞人才，关注强生控股。

■风险提示：宏观经济放缓、产品结构调整不及预期、境外目的地受地缘政治影响导致客流减少、疫情或天气等不可控因素影响等。

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 社服行业 2020 年中报业绩汇总..... | 5 |
| 2. 细分子板块：职教、人服逆周期属性较强、酒店餐饮龙头逆势展店..... | 7 |
| 2.1. 免税：政策红利持续释放，免税龙头强者恒强..... | 7 |
| 2.2. 职教：中公教育考试推迟收入确认延后，预收学费同比高增业务持续扩张..... | 7 |
| 2.3. 人服：20H1 国内灵活用工逆势增长，看好保就业下增长支持及行业空间..... | 9 |
| 2.4. 酒店：Q2 同店环比改善，看好龙头疫情期间逆势展店..... | 11 |
| 2.5. 餐饮：疫情下中小餐厅出清加速龙头展店，看好行业 Q3-4 同店继续修复..... | 13 |
| 2.6. 休闲景区：7 月团队解禁&出境游回流，看好国内下半年景区客流改善..... | 13 |
| 2.7. 出境游：中小旅行社出清利好龙头市占率，关注众信凯撒在免税及海南布局..... | 15 |
| 3. 投资建议：抱免税黄金时代，看好餐饮酒店复苏！..... | 17 |
| 4. 风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：2020H1 消费者服务板块整体完成营收 548 亿元..... | 5 |
| 图 2：2020H1 消费者服务板块归母净利-12 亿元..... | 5 |
| 图 3：2019Q2-2020Q2 各子版块单季营收增速..... | 5 |
| 图 4：2019Q2-2020Q2 各子版块单季归母净利增速..... | 5 |
| 图 5：2020H1 各子版块营收增速..... | 6 |
| 图 6：2020H1 归母净利增速..... | 6 |
| 图 7：2020H1 消费者服务板块归母净利率为-2.2%..... | 6 |
| 图 8：2020H1 消费者服务板块期间费用率为 33.1%..... | 6 |
| 图 9：板块营收情况..... | 7 |
| 图 10：板块归母净利情况..... | 7 |
| 图 11：板块毛利率及归母净利率情况..... | 7 |
| 图 12：板块期间费率情况..... | 7 |
| 图 17：公司营收及增速情况..... | 8 |
| 图 18：公司归母净利及增速情况..... | 8 |
| 图 19：公司毛利率情况..... | 8 |
| 图 20：公司三费率及净利率情况..... | 8 |
| 图 21：酒店板块 2020H1 营收及增速..... | 12 |
| 图 22：酒店板块 2020H1 归母净利及增速..... | 12 |
| 图 23：酒店板块 2020H1 利润率..... | 12 |
| 图 24：酒店板块 2020H1 费用率..... | 12 |
| 图 25：餐饮板块 2020H1 营收及增速..... | 13 |
| 图 26：餐饮板块 2020H1 归母净利及增速..... | 13 |
| 图 27：餐饮板块 2020H1 费用率情况..... | 13 |
| 图 28：餐饮板块 2020H1 销售和管理费用率情况..... | 13 |
| 图 29：休闲景区板块 2020H1 营收及增速..... | 14 |
| 图 30：休闲景区板块 2020H1 归母净利及增速..... | 14 |
| 图 31：自然景区板块 2020H1 营收及增速..... | 14 |
| 图 32：自然景区板块 2020H1 归母净利及增速..... | 14 |
| 图 33：休闲景区板块 2020H1 利润率..... | 15 |
| 图 34：休闲景区板块 2020H1 费用率..... | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 35: 自然景区板块 2020H1 利润率..... | 15 |
| 图 36: 自然景区板块 2020H1 费用率..... | 15 |
| 图 37: 出境游板块 2020H1 营收及增速..... | 16 |
| 图 38: 出境游板块 2020H1 归母净利及增速..... | 16 |
| 图 39: 出境游板块 2020H1 利润率..... | 16 |
| 图 40: 出境游板块 2020H1 费用率..... | 16 |
| 表 1: 社服重点标的盈利预测 (更新至 2020/09/05) | 19 |

1. 社服行业 2020 年中报业绩汇总

按照中信消费者服务行业分类，目前 51 家公司 2020 年半年报已披露完毕，2020H1 合计实现营收 548 亿元/-40.8%，实现归母净利-12 亿元/-114.3%，行业受疫情影响较为严重，业绩下滑幅度较大。我们重点推荐中国中免、中公教育、科锐国际、锦江酒店、海底捞、九毛九、广州酒家、宋城演艺、天目湖等标的。

图 1：2020H1 消费者服务板块整体完成营收 548 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2020H1 消费者服务板块归母净利-12 亿元

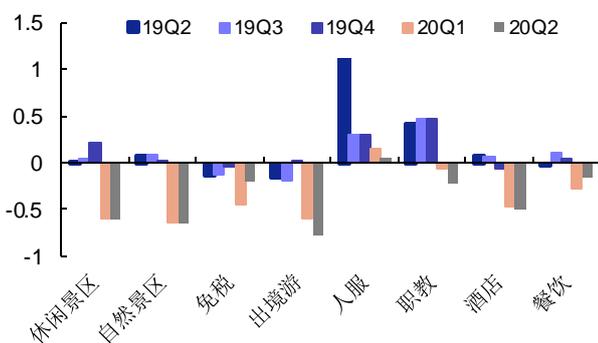


资料来源：Wind，安信证券研究中心

按照中信消费者服务行业分类：1)收入端，2020H1 完成营收 548 亿元/-40.8%；2020Q1 完成营收 256.1 亿元/-43.2%。2020 上半年营收增速为负主要系疫情期间，旅游、餐饮行业停业，教育培训线下培训暂停所致。随着国内疫情情况的不断好转，经营情况正在回暖，但出境游板块仍收到海外疫情情况的影响。

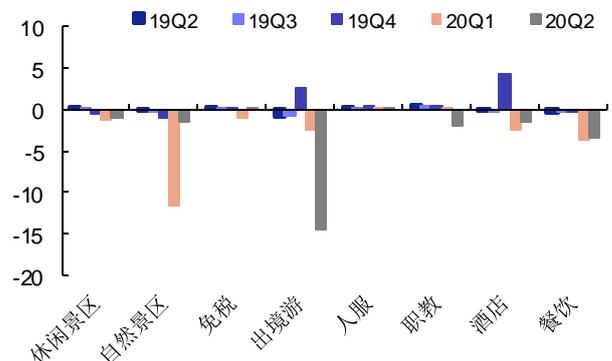
2)归母净利端：2020H1 归母净利-12 亿元/-114.3%，其中 Q2 实现归母净利 3.3 亿元/-92.3%，扭亏为盈，主要系 Q2 国内免税、酒店等行业随疫情情况一同好转所致；2020Q1 实现归母净利-15.3 亿元/-137%。

图 3：2019Q2-2020Q2 各子版块单季营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2019Q2-2020Q2 各子版块单季归母净利增速

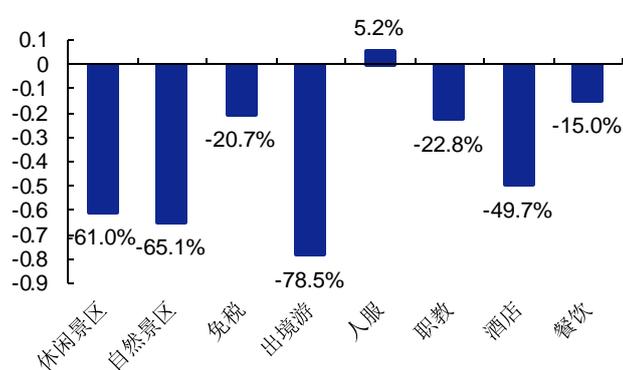


资料来源：Wind，安信证券研究中心

3) 分子版块看增速变化：子版块 2020H1 增速表现：①营收增速：人服>餐饮>免税>职教>酒店>休闲景区>自然景区>出境游；②归母净利增速：人服>免税>休闲景区>酒店>自然景区>职教>餐饮>出境游，人服业绩增速较高主要系行业受疫情影响波动相对较小；免税业绩归母净利逆势增长主要系中国中免主业受益于离岛免税三亚海棠湾店逆势增长所驱动。基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>职教>人服>餐饮>休闲景区>酒店>自然景

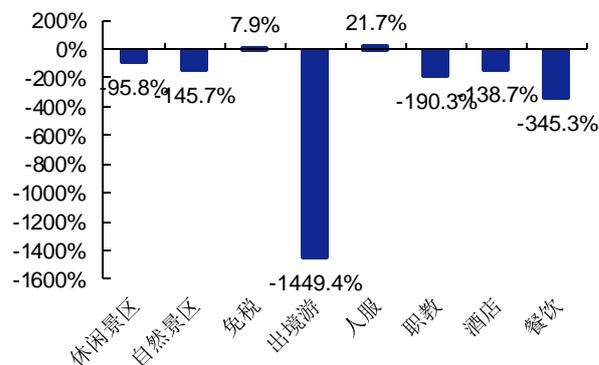
区>出境游。

图 5: 2020H1 各子版块营收增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 2020H1 归母净利增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

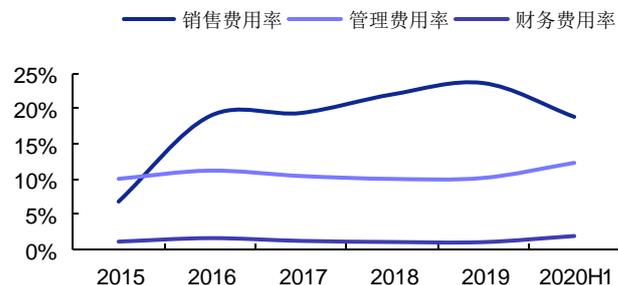
疫情下承压严重, 消费者服务板块盈利能力有较大下滑: 2020H1 整体归母净利率同比下降 11.3pct 至-2.2%, 主要系受疫情影响板块内公司经营情况普遍较差; 整体期间费用率同比下降 2.1pct 至 33.1%, 主要系受疫情影响下部分公司销售费用缩减较多, 管理费率 and 财务费率上升。

图 7: 2020H1 消费者服务板块归母净利率为-2.2%



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 2020H1 消费者服务板块期间费用率为 33.1%



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 细分子板块：职教、人服逆周期属性较强、酒店餐饮龙头逆势展店

2.1. 免税：政策红利持续释放，免税龙头强者恒强

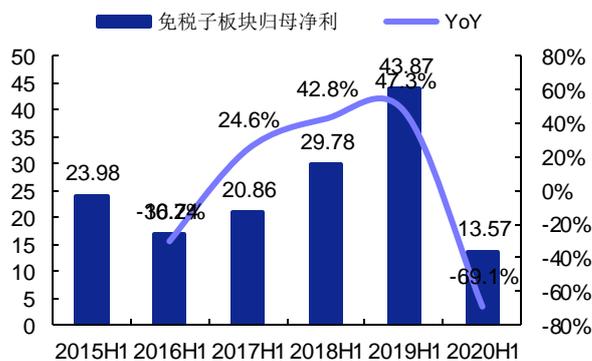
2020年上半年免税板块合计实现营收257.1亿元/-36.4%，完成归母净利润13.6亿元/-69.1%。主因疫情影响下客流减少，免税商品销售下降。

图 9：板块营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

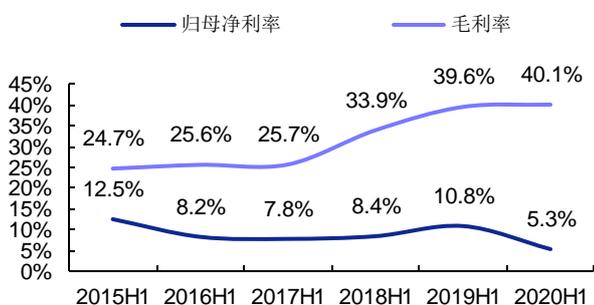
图 10：板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

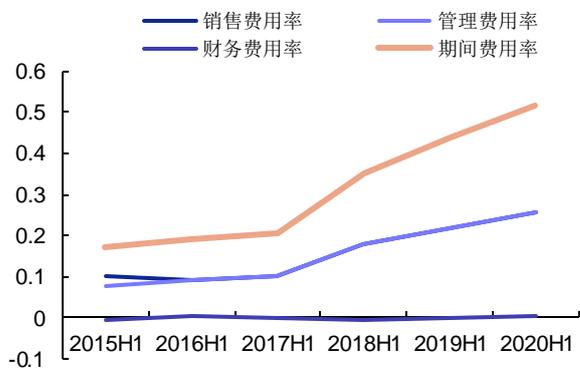
毛利率 2020H1 为 40.1%/-0.5pct 微降；费用率方面，由于人员、房租成本较为刚性，期间费用率整体上升 7.6pct 至 51.4%。

图 11：板块毛利率及归母净利率情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：板块期间费率情况

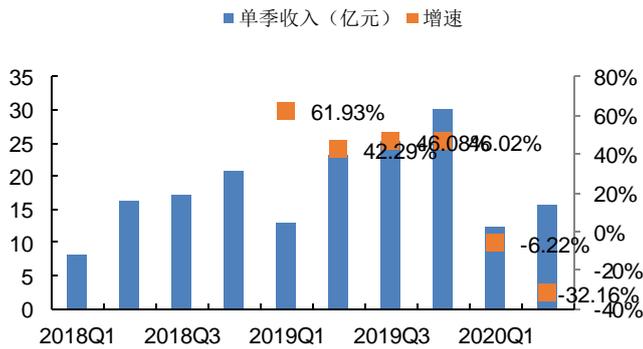


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 职教：中公教育考试推迟收入确认延后，预收学费同比高增业务持续扩张

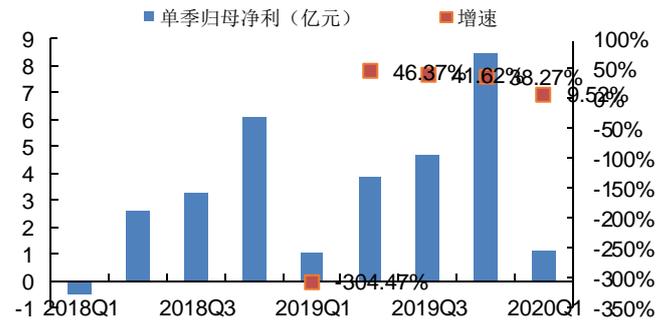
业绩简述：2020年H1实现营收28.1亿元/-22.8%，主要受协议班占比较高情况下考试延期导致收入确认延迟影响；归母净利润-2.33亿元/-147.26%，归母扣非净利-3.7亿元/-117.8%；合同负债（扣除增值税之后的预收学费）72.22亿元，同比提升31.5%，可比口径下较年初大增182.4%；收到现金76.9亿元/+2.8%，已超去年同期。非经常项1.3亿元主要来自投资理财收益9093万元及其他。

图 13: 公司营收及增速情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 14: 公司归母净利润及增速情况

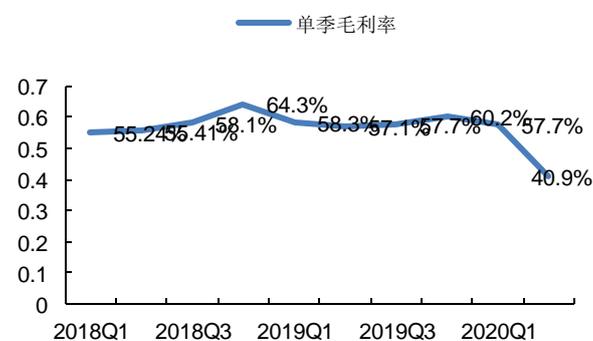


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公务员、教师序列上半年收入确认受影响较大，综合序列逆势稳增，线上业务增长亮眼。①公务员序列营收 12.2 亿元/-40.9%，上半年是公务员考试密集期，受疫情影响考试重心延迟 3—4 个月，收入推迟确认。②事业单位序列营收 2.5 亿元/-4.2%。事业单位考试全年都有涉及，但以下半年确认收入为主（19H2 营收占比 81.6%），受影响相对较小。③教师序列：营收 3.5 亿元/-32.8%。今年上半年教资考试及部分去年下半年考试主要在今年上半年确认收入，受到一定影响。④综合序列：营收 9.7 亿元/+26.0%，新业务较少采用协议班模式，收入确认并未受到考试延期的影响。⑤线上业务对冲疫情影响，增长亮眼。2020H1 线上培训收入 11.66 亿元/+162.3%，占比 41.5%。

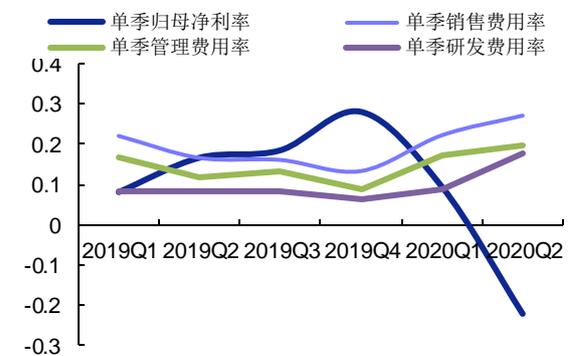
成本刚性致费率上升，职工薪酬逆势增长验证公司业务逆势扩张。2020H1 课程产品成本刚性影响下，毛利率下滑 9.2pct 至 48.3%。归母净利率下滑 21.8pct 至-8.3%，主要受疫情影响下收入确认放缓，但部分费用较为刚性导致。管理费用同比上升 4.7pct 至 18.5%，销售费率上升 4.7pct 至 18.5%。但管理费用中职工薪酬同比增长 2.2%，销售费用中职工薪酬同比增长 8.8%，假设人均薪酬不变，倒推可得销售及管理人数增长，公司业务持续扩张（公司员工总数为 41911 人，比上年末增长 19%，同比增长 36.1%，其中教学人员同比增幅 55.4% 达 18036 人）。研发费用率扩大 5.3pct 至 14.6%，虽然在人均薪酬成本上有所控制，同比降低 9.2%，但因公司加大人才储备规模，研发人员同增 38.9%（同比净增 756 人）至 2702 人，因此研发人员薪酬同比增长 25.3%。

图 15: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 公司三费费率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

直营网点逆势扩张,自建培训基地规划继续推进。2020年H1公司直营分支机构总数达1335个,比上年末净增长20.9%,同比增长51.7%。自建培训基地规划继续推进,目前共有中成置地项目、山东中公大楼等8项在建工程,山东中公大楼已完工。自建综合学习基地有望降低用于教学的培训场所租赁费用,提升公司经营壁垒;若学习基地使用率较高,有望进一步改善公司盈利水平。

疫情短期或影响收入确认,长期催化行业集中度提升,中公依托“研发能力+布点先发优势”核心壁垒拓展职教大市场。①2020年国考招录人数大幅增长,省考招录人数有望进一步扩容,公司公考主赛道有望加速增长;②非公业务多品类齐发,依托研发平台及高密度网点高速扩张;③国务院提出拟扩大研究生招生,增加基层教育、医疗等岗位招募规模,有望利好公司考研业务及基层医疗等岗位招募培训业务。

2.3. 人服：20H1 国内灵活用工逆势增长，看好保就业下增长支持及行业空间

人力资源-核心跟踪：中国大陆灵工业务 H1 逆势增长，稳就业政策下看好行业未来需求红利及龙头发展潜力。①科锐2020H1实现营收17.62亿元/+5.20%;归母净利润0.85亿元/+29.83% (剔除股权激励费用),业绩高增长符合中报指引;人瑞2020H1实现营收11.96亿元/YoY+11.0%,若剔除社保及部分灵活用工服务减免影响,对应2020H1营收增速为+21.1% (公告口径);调整后归母净利润0.53亿元/-9.3%,业绩符合预期。②在政策方面:国办发发布了《国务院办公厅支持多渠道灵活就业得指导意见》,指出“灵活就业对于稳就业、保民生意义重大。要把支持灵活就业作为稳就业的重要抓手,进一步加大政策支持力度,努力创造更多就业岗位。”科锐、人瑞等作为国内灵活用工的民营龙头之一,核心主业在宏观及就业压力加大下,我们预计或有望持续受到政策层面支持,继续看好公司主业的快速发展趋势及渗透率提升潜力。

➤ 科锐国际：20H1 灵活用工+31%亮眼，政策支持下继续看好主业成长潜力

公司发布 2020 年中报：①2020H1：实现营收17.62亿元/+5.20%;归母净利润0.74亿元/+14.60%,符合此前中报业绩同比增长10%~25%的区间;扣非归母净利0.55亿元/+0.79%。考虑到2020H1员工限制性股票激励成本对净利润的影响金额约1153万元(我们估测2020Q1大约450万元,2020Q2大约700万元);以2019年的少数股东损益占比15%估算,若剔除股权激励影响(2019H1无股权激励成本),公司2020H1归母净利润0.85亿元/+29.83%,扣非归母净利0.64亿元/+18.91%。考虑到公司非经常性损益主要为政府补助,每个会计期的额度与当年同各地政府的灵活用工收入规模挂钩,因此我们认为具备一定可持续性,利润口径可更多参考归母净利润为主。②2020Q2：实现营收8.38亿元/-3.78%,归母净利润0.47亿元/+21.70%,环比20Q1归母净利+3.72%实现提速;扣非归母净利0.41亿元/+28.49%,环比20Q1的-38.34%较显著修复。若剔除股权激励影响(2020Q2大约700万元),公司2020H1归母净利润0.54亿元/+39.70%,扣非归母净利0.48亿元/+50.61%。③经营现金流净额：2020H1实现0.55亿元,相比2019H1的-0.76亿元较显著改善,主要系公司加大资金管理力度,通过动态预测与分析方式对公司现金流实时监控,结合信用控制,对应收账款采用“端到端”管理,加大收款力度所致。④营运能力：2020H1应收账款周转天数77.41天,相比2019H1的69.89天略有提升,主要或系疫情使得部分业务收款有所延后所致。

国办发发布政策利好公司灵活用工主业发展，民企及事业单位客户持续开拓下，公司对未来国内的核心潜在客户群体先发优势有望持续巩固。①在营收方面：公司2020H1中国大陆收入同增14.37%，毛利率15.46%/-0.58pct，主要受灵活用工占比提升的业务结构变动所致；

港澳台及海外业务营收 5.62 亿元/-10.15%，毛利率 8.96%/-0.90%，收入增速放缓主要受英国疫情延续，使得收入主体 investigo 收入有所影响所致。②在客户方面：公司在民企、国企及事业单位的新开拓客户持续增多，具备较好的黏性及较强的政府和事业单位项目承揽实力。2020H1 期间公司的民企客户占比提升至 46%，相比 2019 年末增多 2pct；国企客户占比增至 12%/+1pct；外企客户占比 42%/-3pct。③在政策方面：疫情使得灵活用工迎来小风口，国发办期间发布了《国务院办公厅支持多渠道灵活就业得指导意见》，指出“灵活就业对于稳就业、保民生意义重大。面对当前严峻的就业形势，要把支持灵活就业作为稳就业的重要抓手，进一步加大政策支持力度，努力创造更多就业岗位。”公司作为国内灵活用工的民营龙头之一，核心主业在宏观及就业压力加大下，我们预计或有望持续受到政策层面支持，继续看好公司主业的快速发展趋势及渗透率提升潜力！

同口径下，中国大陆的灵活用工主业收入同比增长 31%符合预期，整体毛利率同比增长继续验证议价能力。 1) 灵活用工：2020H1 收入 13.94 亿元/+9.09%，毛利率 8.95%/+0.98%；收入增速放缓主要系疫情期间客户的社保减免所致（不影响科锐的净佣金额），若同口径下，中国大陆的灵活用工业务营收 YoY+31.11%，快速增长符合预期；2020H1 末的灵活用工外包员工增至 15150 人，同比 2019H1 增长 11.4%，增速略有放缓主要或系疫情对服务业的影响较大所致，考虑到 7 月起服务业较显著修复，预计公司 2020Q3 开始外包员工人数或有望迎来增长高峰！2) 中高端人才访寻：2020H1 收入 2.39 亿元/-6.31%，毛利率 36.41%/+0.36%；增速有所放缓主要受海外疫情和国内宏观经济的影响所致；但考虑到公司猎头垂直化改造及疫情期间员工出差较小，我们估测猎头业务对应的利润增速或有望较显著好于收入端表现。3) RPO：2020H1 营收 0.53 亿元/-28.42%，毛利率 33.33%/-10.95%，收入增速放缓主要受宏观经济影响，毛利率下滑主要或系员工数增多所致。

业务结构变化使得 2020H1 毛利率小幅微降，期间费率受费用管控下继续压缩。 1) 2020H1：整体毛利率为 13.38%/-0.34pct，主要系毛利率较低的灵活用工业务占比提高所致。期间费率 7.71%/-0.12pct。其中，销售费率 2.48%/-0.64pct，主要系公司精益化运营，费用管控加强所致。管理费率 4.81%/+0.30pct，主要系限制性股票成本 1153.18 万元所致，扣除该成本影响管理费用同比减少 2.98%。财务费率 0.03%/-0.04pct，主要系汇兑损益所致。研发费率 0.39%/+0.26pct，主要系公司持续对信息化平台、SaaS 云建设等研发投入所致。整体净利率 4.89%/+0.16pct。2) 2020Q2：整体毛利率 16.22%/+1.48pct；销售费率 2.31%/-0.83pct，管理费率 5.41%/+0.66pct，研发费率 0.41%/+0.23pct，财务费率 0.16%/+0.13pct；整体净利率 6.48%/1.02pct。

线上 HR SaaS 及人力资源平台“禾蛙”持续推进，政府及事业单位人才产业园合作不断扩大。 1) 线上业务：以一体两翼战略为核心，打磨适应长尾客户的“产品+服务”的新技术模块。2020H1 期间，公司已整合产品结构，统一形成公司的“一朵云”与“一个平台”，即：基于才到的系列 SaaS 产品，可在满足客户不断变化的需求同时，为公司带来了更多的长尾客户和汇集了更多的 C 端候选人资源；基于科锐优职的岗位和行业招聘平台，以及基于共享众包模式打造的人力资源合作伙伴平台“禾蛙”，可不断为合作伙伴技术赋能，提高招聘市场的交付效率，显著提升市场的整合效果。2) 国企合作：公司在 2020H1 成功运用 AI、大数据技术支持多地政府的人社部及产业园区项目，为当地事业单位的人力资源和服务持续展开合作。

➤ **人瑞人才：灵活用工主业 20H1 稳健增长，BPO 等新业务有望加速扩张**

公司发布 2020 年中报： 1) 2020H1：实现营收 11.96 亿元/YoY+11.0%，主要系疫情期间客户的社保被阶段性减免以及公司本着同舟共济的理念向客户减免部分灵活用工服务费所致，若剔除该影响，对应 2020H1 营收增速为+21.1%（公告口径）；调整后归母净利润 0.53 亿元/-9.3%，业绩符合预期。2) 现金流：公司 2020H1 年实现经营活动现金流净额 0.18 亿元

/YoY-27.2%。3) 营运能力：公司 2020H1 经调整应收账款周转天数 47 天，与 2019H1 的 46 天基本相同，主要系公司加强应收的催收所致。

灵活用工人数逆势增长，扩大市场份额+IT 人员减少使得毛利率有所下降。1) 灵活用工（占整体营收 93.0%/YoY-2.0pct）：收入 11.12 亿元/YoY+8.7%，若剔除疫情期间公司向客户减免部分灵活用工服务费影响，收入同比增速为+19.3%。截至 2020H1 末，公司灵活用工派出人数 28257 人/YoY+40.2%，且在 6 月和 7 月人均净增均超 1000 人，整体业绩的增速已恢复至疫情前水平；2020H1 期间整体灵活用工项目的平均服务溢价费率占整体服务费约 9.2%，与 2019 年同期的 11.5%有所下降，主要系信息技术人员等服务溢价费率较高的灵活用工员工人数下降所致；毛利率从 2019H1 的 9.5%下降至 7.1%，主要因为为扩大市场份额，以较低服务溢价费率承接灵活用工项目以及毛利率较高的负责软件研发的灵活用工人数减少所致。2) 专业招聘业务（占整体营收 1.6%/YoY-1.2pct）：实现收入 0.19 亿元/YoY -36.8%，主要受疫情影响 2 至 3 月招聘业务停滞，4 月以后客户招聘需求减少所致。毛利率从 2019H1 的 37.0%下降至 20.1%，主要原因：①线下招聘受限，但相关房租、人工等固定成本支出没有减少；②客户招聘需求减少；③付费会员收入的减少，香聘付费会员产品的销售自 2020 年 1 月起逐步停止，未来将作为免费平台向客户和求职者开放。3) 其他人力资源解决方案收入（占整体营收 5.4%/YoY+3.2pct）：实现收入 0.64 亿元/YoY+172.1%，其中，业务流程外包服务实现收入约 0.53 亿元/YoY+207.6%，主要系业务流程外包坐席数目增长所致。公司在 2019 年 10 月营口服务中心搬迁扩容，2020 年 1 月公司在成都开设新的服务中心，坐席数量从 2019 年末的 1727 人增至 2140 人。毛利率从 2019H1 的 29.7%下降至 26.2%，主要系毛利率较低的业务流程外包服务占比提升。

灵活用工及专业招聘业务毛利率下降，使得净利率短期承压。1) 毛利率：8.3%/YoY-2.5pct，主要系各个业务毛利率均有所下降所致；2) 费用率：销售费用率：1.6%/YoY-0.5pc，主要系招聘需求减少使得香聘推广支出减少以及 5 月新成立的香聘平台用户增长小组，重点使用微信等成本更低的自媒体渠道推广所致；研发费用率：0.49%/YoY-0.17pct，主要系公司新聘任 CTO，减少部分岗位研发人员以及疫情期间差旅等支出减少所致；管理费用率 2.8%/YoY+0.3pct；3) 其他收入：实现 9.5 百万元/YoY+75.9%，主要系政府补助增加及税收减少所致。4) 净利率：4.4%/YoY-1.0pct，主要系灵活用工及专业招聘业务毛利率下降所致。

2020H1 经营展望：稳就业国策有望利好灵活用工行业，扩大 BPO 规模+产融结合+加速科技类灵活用工开拓为未来发展目标。1) 政策利好：李克强总理在 2020 年 7 月 26 日国务院常务会提出“灵活就业空间大，实现保就业及增收入，灵活就业是一个重要途径”，预计有望对灵活用工行业继续给予较好政策环境；2) 扩大 BPO：公司在今年 5 月 28 日公告已成立两个新团队加入 BPO 业务，并参与营口基地运营；根据公告，公司计划在 2020H2 将继续寻找企业外部的独立团队，来进一步扩大 BPO 业务的规模；3) 产融结合：公司计划尝试与大专院校合作，以产融结合的方式为灵活用工人员做更好的职业培训以及扩大潜在候选人资源。4) 加速科技类拓展：公司计划在 2020H2 加速信息科技岗（包括软件研发人员）的灵活用工市场开拓，且不排除与具备经验的相关外部团队合作，成立合资公司的形式共同做大该领域业务。

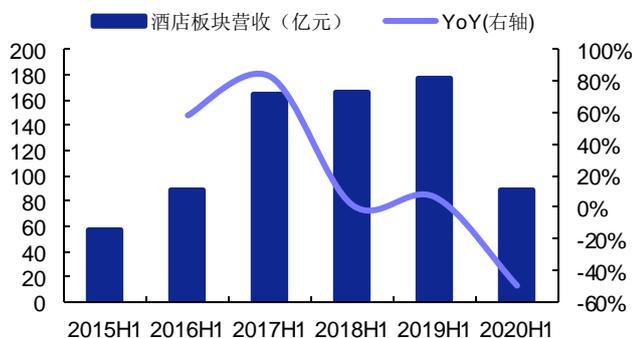
2.4. 酒店：Q2 同店环比改善，看好龙头疫情期间逆势展店

酒店板块-核心跟踪：Q2 经营环比改善，看好国内酒店 Q3-4 同店修复及龙头加速展店。①酒店板块 2020H1 营收 YoY-49.66%，归母净利 YoY-181.67%，主要系受新冠疫情影响，酒店入住率严重下滑所致；锦江和首旅 2020Q2 受疫情影响同店 RevPAR 下降 34.5%和 50.9%，

环比 Q1 均有所好转，2020H1 扣非业绩分别同比-205.7%和-165.6%，短期承压系疫情影响所致，但 2020Q2 环比 Q1 同样实现向好。②根据 STR 数据，7 月国内经济型&中高端酒店整体的入住率（67%）&RevPAR（162 元）环比 6 月进一步修复，看好国内门店在疫情控制较好下的数据 Q3-4 进一步恢复；在新开店上，根据近期对渠道的跟踪，判断 7-8 月的新签约水平或已有望恢复至去年同期的单月水平，成长性有望开始恢复正轨；且在本次疫情期间，单体酒店在本次疫情下抗风险能力相对不足，而大型酒店品牌的赋能更加明显，中期继续看好锦江首旅华住等头部品牌在 2021~22 年加速展店逻辑。

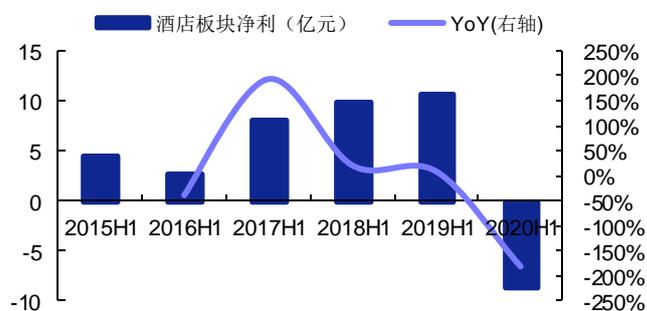
2020H1 酒店板块合计实现营收 89.21 亿/-49.66%，归母净利-8.68 亿/-181.67%；其中，①锦江股份：2020H1 营收 40.90 亿元/-42.74%，归母净利润 2.85 亿元/-49.75%，扣非归母净利润-3.78 亿元/-205.68%，业绩基本符合预期，非经常性损益 6.64 亿元主要系自有物业酒店 REITs 化转让和政府补助所致；2020Q2 营收 19.01 亿元/-50.05%，归母净利润 1.15 亿元/-57.87%，扣非归母净利润-2.85 亿元/-199.15%，环比 2020Q1 的扣非业绩-0.94 亿元亏损增多系法国卢浮的拖累。随着 7 月数据继续向好且门店签约进度恢复，并且国改持续落地推动降本提效，看好公司下半年业绩继续修复。②首旅酒店：2020H1 营收 19.04 亿元/YoY-52.27%，主要系酒店和景区运营受疫情影响以及加盟酒店收费减免所致，归母净利润-6.95 亿元/YoY-289.07%，扣非归母净利润 7.05 亿元/YoY-310.14%；2020Q2 营收 11.03 亿元/YoY-46.08%，归母净利润-1.69 亿元/YoY-157.57%，扣非归母净利润-1.83 亿元/YoY-165.61%，二季度随着疫情平稳和公司各项积极经营措施的落实，亏损较大幅度收窄。2020H1 酒店板块整体毛利率 7.61%/-57.50pct；期间费用率 31.21%/-26.26pct，主要受疫情影响销售费用大幅减少所致。

图 17：酒店板块 2020H1 营收及增速



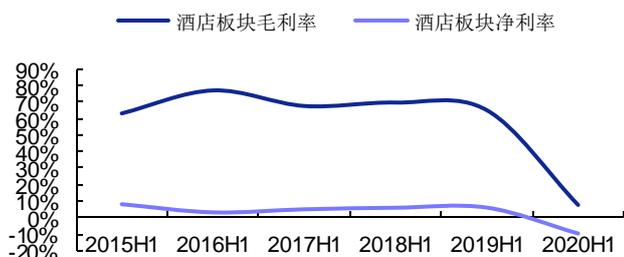
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：酒店板块 2020H1 归母净利及增速



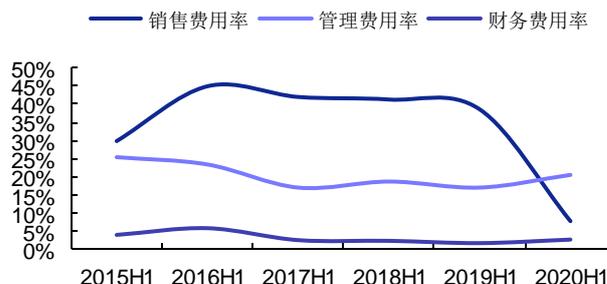
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：酒店板块 2020H1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：酒店板块 2020H1 费用率



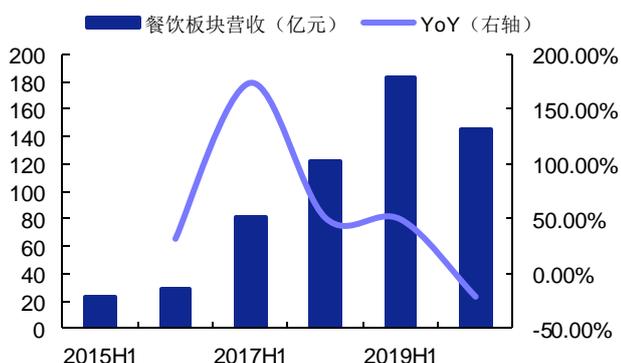
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.5. 餐饮：疫情下中小餐厅出清加速龙头展店，看好行业 Q3-4 同店继续修复

餐饮-核心跟踪：中报业绩符合预警区域，看好同店经营在三四季度继续恢复及中小餐厅出清下龙头加速展店趋势。①2020H1 餐饮板块整体营收 145.14 亿元/-20.91%，归母净利-14.33 亿元/-205.39%，主要系疫情影响餐饮门店经营所致，但对全年门店建设及开业影响小，继续看好疫情期间中小餐饮门店出清使得物业资源更多且更具性价比，短中期有望推动龙头加速展店。②受 6 月北京疫情影响，餐饮 6 月经营数据短期承压，但 7 月门店数据均实现环比向好，使得市场对餐饮后续 8-9 月及后续四季度的经营数据恢复节奏信心显著增强，叠加龙头海底捞和九毛九多餐饮业态加大尝试项目利好中长期发展，目前时点继续推荐海底捞&九毛九。

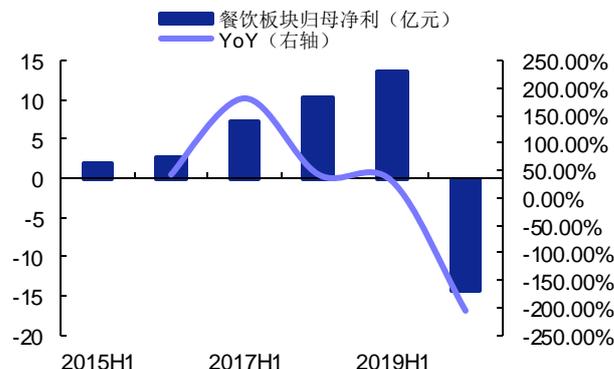
2020 年 H1 餐饮板块整体营收 145.14 亿元/-20.91%，归母净利-14.33 亿元/-205.39%。从费用率看，整体毛利率（受披露口径影响，不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九）下滑 17.2pct 至 34.0%，归母净利率下滑 17.3pct 至-9.9%。

图 21：餐饮板块 2020H1 营收及增速



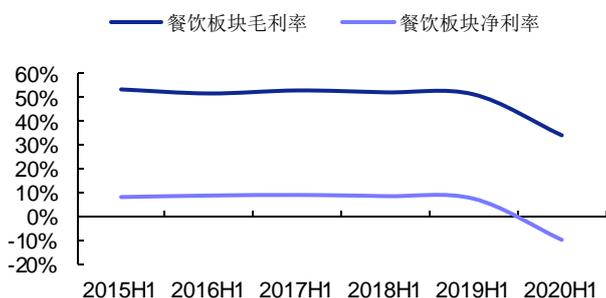
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：餐饮板块 2020H1 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

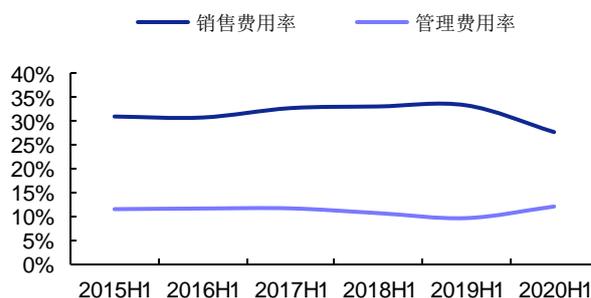
图 23：餐饮板块 2020H1 费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：毛利率不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九；

图 24：餐饮板块 2020H1 销售和管理费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：销售和管理费率不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九。

2.6. 休闲景区：7 月团队解禁&出境游回流，看好国内下半年景区客流改善

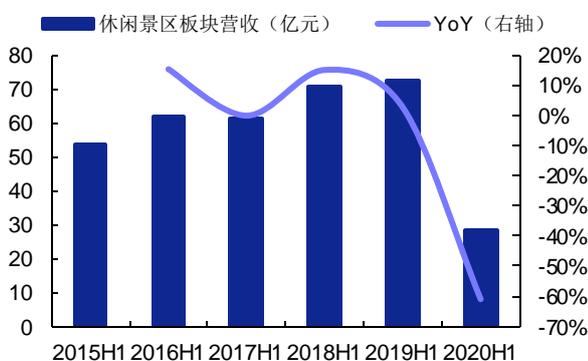
休闲景区-核心跟踪：休闲景区：7 月团队游解禁&出境游回流国内，看好国内休闲周边游下半年客流继续恢复。①休闲景区板块 2020H1 营收 YoY-60.96%，归母净利 YoY-110.03%，

主要系疫情使得景区 Q1 部分时段停营及 Q2 客流受影响所致；②标的层面：宋城演艺的各地千古情景区已于 6 月 12 日全线开园，看好国内疫情控制较好下客流下半年逐步恢复；休闲度假游标的天目湖客流 Q2 快速恢复推动单季度利润快速扭亏微盈，继续看好下半年长三角客流对于周边游需求的加速养成；中青旅旗下的乌镇和古北水镇两大休闲游景区 Q2 客流同样实现较好恢复，继续看好休闲游市场的下半年恢复。

自然景区-核心跟踪：20Q2 客流迎环比改善。自然景区 2020H1 营收-65.11%，归母净利-251.01%，主要系疫情影响景区营业时间及客流量受限所致。五一数据环比清明均实现进一步改善修复且 Q2 数据持续恢复，看好 Q3-4 的客流有序回暖。

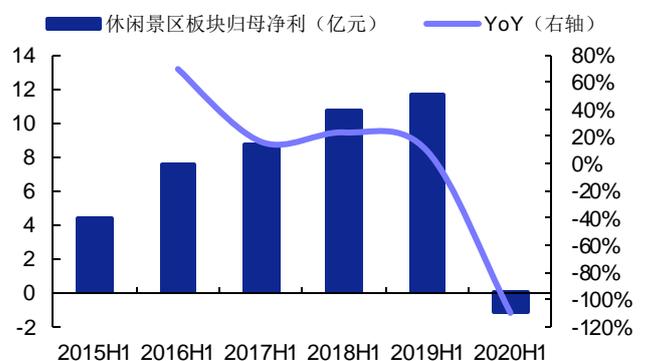
以不同业态划分，2020H1 休闲景区业绩下滑好于自然景区。休闲景区 2020H1 合计实现营业收入 28.38 亿元/-60.96%，实现归母净利-1.17 亿元/-110.03%，自然景区 2020H1 合计实现营业收入 17.80 亿元/-65.11%，归母净利-8.11 亿元/-251.01%。

图 25：休闲景区板块 2020H1 营收及增速



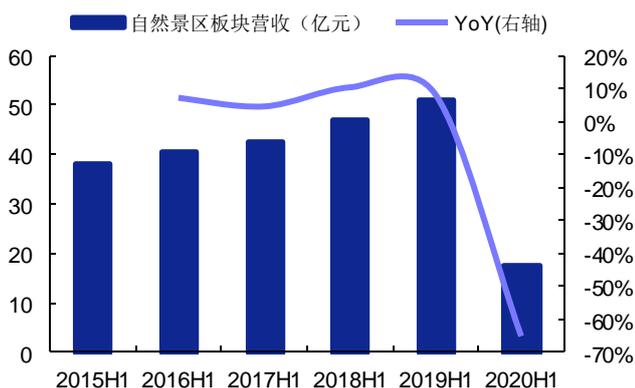
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：休闲景区板块 2020H1 归母净利及增速



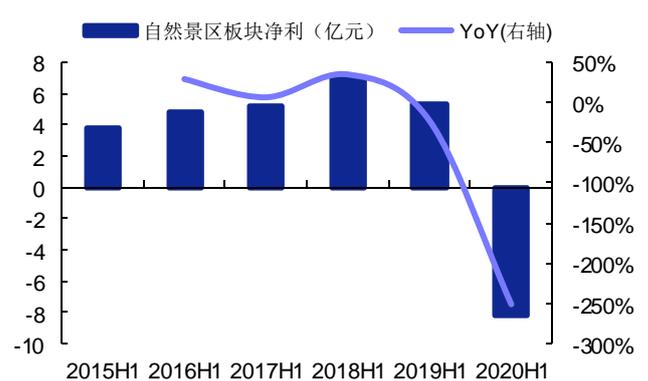
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：自然景区板块 2020H1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

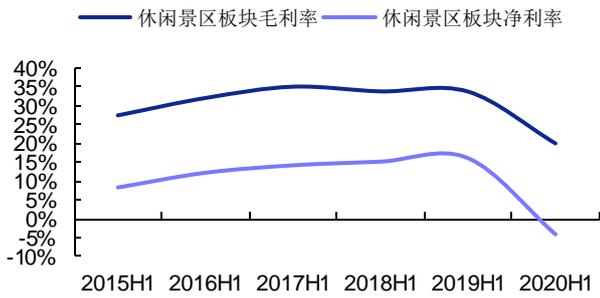
图 28：自然景区板块 2020H1 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

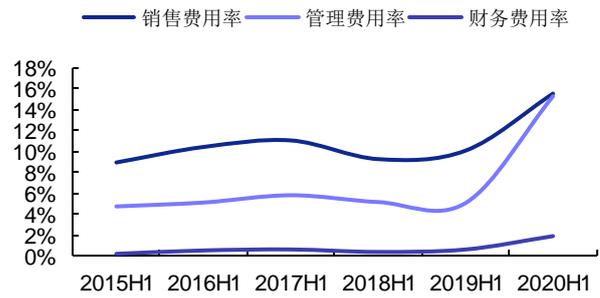
利润率及费用率：2020H1 休闲景区整体净利率-4.12%/-20.18pct，毛利率 19.96%/-13.73pct；2020H1 自然景区整体净利率-45.54%/-56.07pct，毛利率-1.79%/-39.77pct。由于休闲景区由于核心标的宋城演艺的千古情模式盈利能力成熟且强劲，疫情影响下抗压能力较强，休闲景区 2020H1 期间费用率（32.75%/+16.89pct）低于自然景区（51.16%/+30.22pct）。

图 29: 休闲景区板块 2020H1 利润率



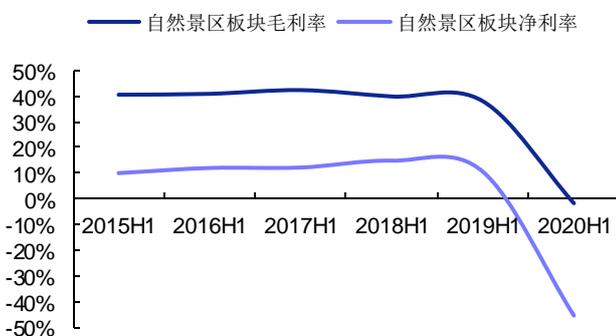
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 休闲景区板块 2020H1 费用率



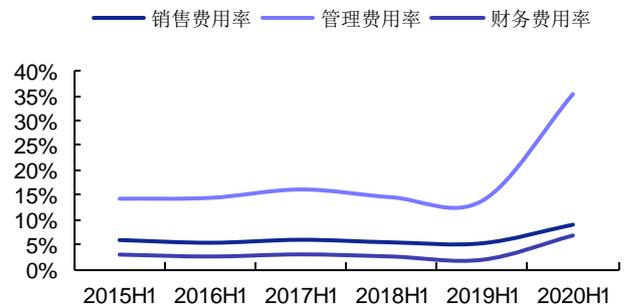
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 自然景区板块 2020H1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 自然景区板块 2020H1 费用率



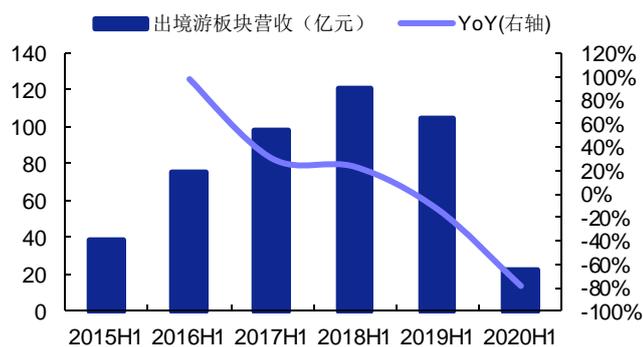
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.7. 出境游: 中小旅行社出清利好龙头市占率, 关注众信凯撒在免税及海南布局

出境游-核心跟踪: 疫情下中小旅行社出清利好龙头市占率提升, 并积极关注众信和凯撒在免税及海南板块布局进展。①出境游 2020H1 受海外疫情等影响, 上半年营收同比下滑 78.49%, 归母净利润同比下滑 439.63%, 主要系海外疫情扩散使得业务无法开展所致; 考虑到日本政府在 8 月 28 日公布, 从 9 月起允许外国居民重新入境, 以及国内各大机场国际航班在 7-8 月以来陆续开始增多, 我们判断行业受疫情影响最黑暗的时段或已过去, 预计有望在 2020H2~2021 年底前逐步恢复业务。②根据公告和官方公众号, 众信在今年 2 月与中免集团签订战略合作框架, 并在 5 月以来多次与海南省委市委深度会务商谈合作; 凯撒则股权绑定中出服有望共同分享市内免税红利, 建议积极!

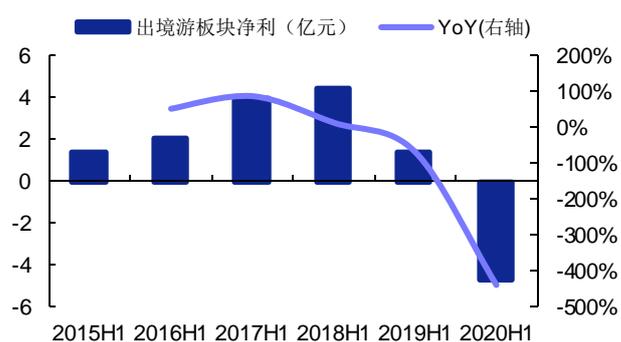
2020H1 整体营收下滑 78.49%至 22.61 亿元, 归母净利润-4.71 亿元/-439.63%, 主要系海外疫情影响、香港及台湾事件等对行业整体造成负面影响。

图 33: 出境游板块 2020H1 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

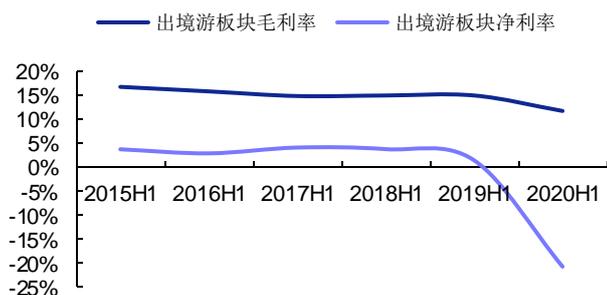
图 34: 出境游板块 2020H1 归母净利及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

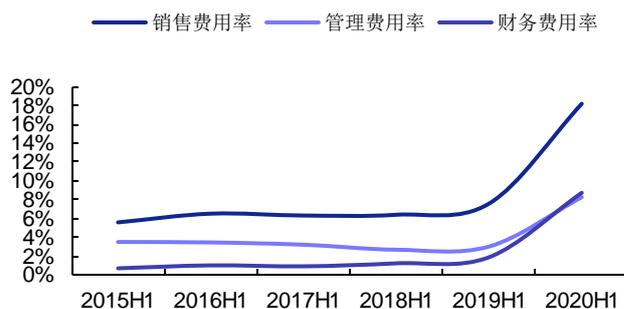
受宏观因素影响毛利率下滑、费用率整体上升。2020H1 毛利率为 11.60%/-3.22pct; 费用率方面, 由于事件性影响下行业竞争环境恶化, 叠加疫情导致的营收大幅下滑, 期间费用率整体上升 22.72pct 至 35.12%, 整体净利率-20.82%/-22.14pct。

图 35: 出境游板块 2020H1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 出境游板块 2020H1 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 投资建议：抱免税黄金时代，看好餐饮酒店复苏！

目前时点，我们继续推荐社服三大主线：①免税组合：疫情催化下国家意志鼓励免税行业发展，海南政策利好频出、增加免税牌照利好蛋糕进一步做大，重点推荐中国国旅+王府井+格力地产+众信旅游+凯撒旅业；②酒店餐饮旅游等线下消费组合：7-8月餐饮和酒店等可选消费环比6月继续迎来复苏，且酒店和餐饮龙头在短中期均有望实现逆势加速开店，继续推荐酒店板块锦江+首旅；餐饮板块九毛九+海底捞+广州酒家等；休闲景区宋城+天目湖；③就业类服务业逆周期组合：就业压力加大下，职教培训和灵活用工的需求有望提升，利好龙头中公教育+科锐国际+人瑞人才，关注强生控股。

1) 中国国旅：中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。短期海外疫情形势依然严峻，但3月以来线上线下齐发力助力销售额回暖，线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出。公司中长期基本面稳健，待海外疫情拐点后，有望迎来估值修复。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②消费升级催化三亚及日上免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④国人免税仍在争取过程，一旦落地将产生巨大增量贡献；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2) 中公教育：疫情短期或影响收入确认，长期催化行业集中度提升，中公依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒拓展职教大市场。培训行业虽受到疫情影响短期内线下业务开展受到阻碍，短期内或对中公教育收入确认有所影响，但长期疫情有望催化行业加速向龙头集中。①2020年国考招录人数大幅增长，省考招录人数有望进一步扩容，中公教育公考主赛道有望加速增长；②非公业务多品类齐发，依托研发平台及高密度网点高速扩张；③国务院提出拟扩大研究生招生，拓宽毕业生就业渠道，重点增加基层教育、医疗、社会服务岗位招募规模，有望利好中公教育考试业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务。

4) 科锐国际：保就业下灵活用工抗周期性有望凸显，再融资宽松下有望利好灵活用工龙头并购扩张。①受疫情影响，企业对线上HR云办公及线上招聘的关注度和需求较显著提升，利好科锐线上产品更多新客户开拓。②疫情期间灵活用工在媒体下的宣传增多+共享员工机制减少企业疫情期间人力成本，短期有望加大企业对灵活用工的认识和接受度。③灵活用工行业由于下游子领域众多，国际龙头（德科、Recruit等）发展均离不开持续性外延并购。今年再融资新规发布，有望进一步提升科锐国际后续外延并购的可行性，实现加速扩张。

5) 锦江酒店：7月数据继续向好且门店签约进度恢复，国改持续落地推动降本提效，继续推荐。1) 行业层面：7月酒店数据环比改善+国内跨省团队游解禁下，利好国内酒店客流恢复，若后续疫情不再二次扩散，预计酒店今年Q3-4的RevPAR有望继续恢复，且龙头轻资产加盟扩张在2020Q4及2021~22年或有望迎来加速；2) 公司层面：锦江在2019年将重心更多转移至高度市场化的铂涛、维也纳子品牌，对内则向老锦江系实施末位淘汰和赛马制，机制优化力度加大。叠加“一中心三平台”在2020年计划深入整合和自有酒店REITs化转让，内部控费提效空间可期。

6) 首旅酒店：7月数据继续向好且门店签约进度恢复，如家中高端酒店&经济型升级有望持续推进。1) 行业层面：7月酒店数据环比改善+国内跨省团队游解禁下，利好国内酒店客流恢复，若后续疫情不再二次扩散，预计酒店今年Q3-4的RevPAR有望继续恢复，且龙头轻资产加盟扩张在2020Q4及2021~22年或有望迎来加速；2) 公司层面：首旅酒店作为国内经济型&中高端领域的龙头之一，在如家商旅品牌主打且开发团队激励机制和人数均有望增

加下，预计有望直接受益实现加速成长；中长期在中端酒店品牌如家商旅、精选、和颐等发力扩张+中高端酒店逸扉升维拓展+云酒店低线城市降维扩张三方面推动下，有望持续保持较快开店成长的速度。

7) 海底捞：短中期看海底捞门店加速扩张，长期看多餐饮业态拓展打开发展空间。1) 短期火锅门店经营已显著修复且 Q2-3 有望延续，预计 2020 年仍有望实现 400 家门店左右开店速度，中期继续看好公司整体估测 1800-2000 家以上的门店空间。2) 长期看多餐饮业态延伸布局：公司 18 年收购“优鼎优”冒菜成为餐饮领域并购平台，19 年公告拟对“汉舍中国菜”中餐厅、“HaoNoodle”面馆等实施控股收购，结合公司在上游全国范围的餐饮供应链布局+品牌全国知名度+管理团队优势，远期有望向多餐饮业态持续扩张。

8) 九毛九：短中期看太二餐厅标准化下沉空间大，长期鼓励创新+优质激励下多餐饮业态扩张。①短中期：太二酸菜鱼凭借高翻座率（2019 年达 4.8 次）+投资回收期短（7 个月现金投资回收）+模式新（个性年轻化营销）使得标准化扩张能力强，2020-2022 年计划分别新开店 80/100/120 家，且后续下沉三四线城市的空间仍旧大。②长期：公司标准化扩张和经营经验丰富，各品牌由独立团队负责，股权激励机制健全，长期看有望向大型餐饮连锁集团进军，继续推荐！

9) 天目湖：周边游利好公司业绩持续修复，竹溪谷开张有望进一步增厚业绩。1) 周边游利好+产品丰富，Q3、Q4 业绩有望持续修复：根据公告，公司的核心游客来自长三角地区，受益于周边游、自驾游需求向好，同时公司积极推出帐篷营地、房车营地等项目，优化旅游体验，Q2 景区经营恢复后业绩即由亏转盈，预计 Q3、Q4 有望持续向好；2) 酒店产品线不断丰富，有望持续带来业绩增量：三大重点项目稳步推进：竹溪谷项目预计将于 2020 年 9 月投运，聚焦长三角地区高端消费客群（价格敏感性低、对服务品质、旅游体验要求高），与温泉一期形成差异化定位；帐篷营地作为一个组合型的产品项目将会分区域分阶段进行投运，部分配套餐饮项目已于 7 月投运；索道项目预计于 Q4 投运；②可转债项目：公司为南山小寨二期（计划投资 26492 万元）、温泉一期改造项目（计划投资 6912 万元）募集资金发行可转债。项目实施有望进一步丰富酒店产品线，提供更多大众化特色体验场景，推动区域升级，丰富游玩体验，拉升景区整体客流。3) 大交通情况有望持续改善：溧高高速预计 2020 年 10 月建成通车，8 月份沪苏湖高铁已经全线开工建设，预计建成后有望将上海-溧阳通行时间缩短至 1 小时，交通有望明显改善。4) 外延项目稳步推进：根据 2019 年报，公司计划将持续开展储备项目的策划与设计，推动对外投资项目的落地。考虑到公司将天目湖景区实现从无到有打造，对休闲度假景区的成功运营具备丰富经验，同样不排除外延扩张推动成长。

表 1: 社服重点标的盈利预测 (更新至 2020/09/05)

| | 股票简称 | 总市值 (亿元) | 最新收盘价 | 净利润(亿元) | | 利润增速 | | PE | | PB |
|------|-------|----------|--------|---------|-------|---------|----------|-------|--------|--------|
| | | | | 19A | 20E | 19A | 20E | 19A | 20E | MRQ |
| 免税 | 中国国旅 | 4,291.54 | 219.80 | 46.62 | 50.13 | 48.1% | 7.5% | 92.1 | 85.6 | 24.31 |
| 教育 | 中公教育 | 2,288.11 | 37.10 | 18.05 | 25.21 | 56.5% | 39.7% | 126.8 | 90.8 | 131.11 |
| 人服 | 科锐国际 | 121.71 | 66.77 | 1.50 | 1.81 | 25.4% | 20.6% | 81.1 | 67.3 | 13.30 |
| | 人瑞人才 | 37.00 | 27.30 | -7.80 | 1.80 | 469.3% | -123.1% | -8.6 | 37.4 | 3.42 |
| 酒店 | 锦江股份 | 349.50 | 38.78 | 9.61 | 3.37 | -11.1% | -65.0% | 38.6 | 110.3 | 2.88 |
| | 首旅酒店 | 181.83 | 18.40 | 7.60 | -2.55 | -12.4% | -133.5% | 23.9 | -71.4 | 2.22 |
| | 海底捞 | 2,498.66 | 53.45 | 23.45 | 10.60 | 42.5% | -54.8% | 194.2 | 429.7 | 23.50 |
| 餐饮 | 九毛九 | 220.50 | 17.20 | 1.64 | 0.29 | 134.3% | -82.3% | 245.1 | 1382.7 | 7.81 |
| | 广州酒家 | 173.92 | 43.05 | 4.25 | 3.33 | 11.2% | -21.6% | 40.9 | 52.2 | 8.35 |
| | 宋城演艺 | 474.31 | 18.14 | 13.42 | 3.55 | 4.3% | -73.5% | 35.3 | 133.5 | 5.07 |
| 休闲景区 | 天目湖 | 38.35 | 33.06 | 1.25 | 0.64 | -91.0% | -48.9% | 30.8 | 60.3 | 4.30 |
| | 中青旅 | 89.61 | 12.38 | 6.01 | -1.72 | -4.3% | -128.7% | 14.9 | -52.0 | 1.40 |
| 自然景区 | 黄山旅游 | 59.83 | 9.32 | 3.71 | 0.05 | -13.0% | -98.6% | 18.3 | 1307.3 | 1.63 |
| | 峨眉山 A | 32.83 | 6.23 | 2.16 | 0.59 | 3.5% | -72.6% | 15.2 | 55.3 | 1.40 |
| 出境游 | 众信旅游 | 87.92 | 9.67 | 2.58 | -2.43 | 2.0% | -194.2% | 34.0 | -36.1 | 4.42 |
| | 凯撒旅游 | 115.15 | 14.34 | 1.26 | -2.10 | -59.81% | -266.67% | 91.39 | -54.83 | 5.04 |

资料来源: wind, 安信证券研究中心预测

4. 风险提示

- 1) 宏观经济放缓;
- 2) 产品结构调整不及预期;
- 3) 境外目的地受地缘政治影响导致客流减少;
- 4) 疫情或天气等不可控因素影响等。

■ 行业评级体系

收益评级:

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;

■ 分析师声明

刘文正声明, 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。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 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。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。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。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。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。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn | |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn | |
| | 徐逸岑 | 18019221980 | xuyc@essence.com.cn | |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn | |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn | |
| | 陈盈怡 | 021-35082737 | chenyy6@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| 张莹 | | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| 李倩 | | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn | |
| 王帅 | | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn | |
| 刘晓萱 | | 010-83321365 | liuwx1@essence.com.cn | |
| 曹琰 | | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn | |
| 夏坤 | | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn | |
| 张杨 | | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn | |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn | |
| | 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn | |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn | |
| | 杨萍 | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034