

行业研究/深度研究

2020年05月11日

行业评级:

社会服务 增持(维持)
旅游综合 II 增持(维持)

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

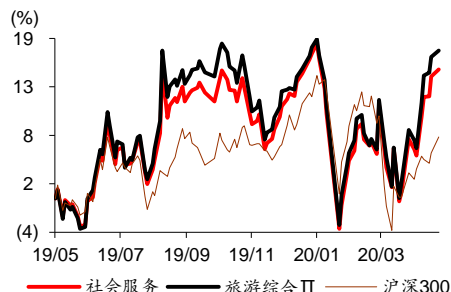
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《社会服务:行业周报(第十八周)》2020.05
- 2《上海家化(600315 SH,增持):引入欧莱雅原高管,关注渠道转型》2020.05
- 3《中公教育(002607 SZ,买入):疫情显龙头本色,预收款快速增长》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind



重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价区间(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601888.CH	中国国旅	92.68	买入	110.16-116.28	2.37	1.13	3.06	3.62	39.11	82.02	30.29	25.60
002607.CH	中公教育	26.12	买入	26.52-29.64	0.29	0.39	0.53	0.66	90.07	66.97	49.28	39.58
300144.CH	宋城演艺	30.27	买入	32.23-32.82	0.92	0.60	1.12	1.32	32.90	50.45	27.03	22.93

资料来源: 华泰证券研究所

疫情之下, 彰显龙头风范

2020年中国市场前瞻—新冠病毒“危”与“机”

龙头稳健成长, 强者恒强

19年免税/人力资源/酒店板块行业景气度较高, 龙头成长稳健; 化妆品内部销售额分化明显; 景区/旅游服务/餐饮需求仍待改善。20Q1 餐饮旅游板块受疫情冲击显著, Q2 起伴随疫情风险等级降低, 人群流动性有望重新加速, 有利于全国客运量增长、旅游板块复苏; 化妆品板块线上销售高增长, 各平台商业化竞速带来的社交流量红利有望持续, 数字化转型浪潮中, 品牌方有望持续受益; 职业教育受疫情短期负面影响, 龙头各项培训业务、渠道网络布局全面, 考研/IT 等赛道快速增长, 疫情中展现较强招生能力, 优势有望不断巩固。我们长期看好中国国旅/中公教育/宋城演艺。

餐饮旅游: 19年免税收入高增长, 酒店龙头快速开店, 20Q1 受疫情冲击

19年免税龙头中国国旅免税收入高增长。酒店行业龙头 RevPar 下降, 主要依靠快速开店带动。景区成熟项目客流承压, 宋城演艺丽江项目表现靓丽, 张家界、桂林项目收入快速爬坡。原材料价格上涨, 餐饮板块毛利率下降。20Q1 景区/旅游服务/免税/酒店/餐饮板块受疫情冲击出现净亏损。

职业教育: 龙头 19 年净利润较快增长, 20Q1 净利润下滑

职业教育龙头中公教育 19 年招录考试动能向事业单位、教师、综合招录等新领域切换, 公务员序列收入占比逐年降低, 其他序列占比提高, 增长较快。20Q1 受疫情扰动, 中公教育营收 12.30 亿/yoy-6.22%, 扣非归母净利润 0.78 亿元/yoy-27.83%; 疫情催化, 政策利好, 我们预计疫情过后考试招录培训市场有望扩大。

化妆品: 19 年线上渠道销售同比增长, 新营销/新渠道带来国货新机遇

19 年日用化学品板块整体营收 461.8 亿元/yoy-0.37%, 归母净利润 23.5 亿元/yoy-15.31%, 扣非归母净利润为 15.4 亿元/yoy+10.26%。19 年日用化学品板块整体净利率为 5.15%/yoy-0.94pct, 净利率下降主要受销售费用率增长拖累。展望方面, 新营销、新渠道带来国货发展新机遇。

人力资源: 灵活用工为 2019 年收入增长主引擎

A 股唯一标的科锐国际 2019 年收入 35.86 亿/yoy+63.24%, 归母净利润 1.52 亿/yoy+29.38%; 灵活用工为增长主引擎, 内生收入同比增长 64%。疫情倒逼企业采取线上招聘/远程办公/灵活雇佣等方式应对危机, 中长期对于企业的用工观念可能产生深远影响, 有利于灵活用工渗透率的长期提升。

投资建议: 疫情不改龙头长期成长逻辑

我们预计 Q2 随国内疫情缓和, 政策刺激加大, 国内免税、酒店、职业教育、化妆品和景区板块盈利有望同比改善, 海外疫情或影响部分化妆品公司原材料供应, 出境游恢复仍不确定。疫情不改龙头长期成长逻辑, 行业整合加速。我们长期看好中国国旅/中公教育/宋城演艺。

风险提示: 海外疫情持续时间较长; 国内游恢复缓慢; 政策落地效果不佳。

正文目录

餐饮旅游：19 年收入利润增速放缓，20Q1 受疫情冲击显著	4
免税：2019 年免税业务收入高增长，龙头有望享受行业长期成长红利	6
酒店：龙头快速开店，控费优化净利润空间	7
景区：2019 年成熟项目整体承压	8
化妆品：19 年线上渠道销售同比较快增长	10
职业教育：龙头 Q1 净利润下滑，疫情后招录培训市场有望扩大	11
人力资源：灵活用工为增长主引擎	13
投资建议：强者恒强，把握龙头	14
后续展望：疫情不改龙头长期成长逻辑	14
免税：离岛免税将有相对韧性	14
酒店：连锁化率有望长期提升，龙头整合行业	15
景区：短期出游需求可能向国内转移	16
化妆品：新营销、新渠道带来国货新机遇	17
人力资源：疫情危中有机，有望加速转型升级	18
职业教育：龙头业绩有望延续高增长	19
重点推荐标的	20
中国国旅（601888 CH，买入，目标价：110.16-116.28 元）	20
宋城演艺（300144 CH，买入，目标价：32.23-32.82 元）	20
中公教育（002607 CH，买入，目标价：26.52~29.64 元）	21
风险提示	21

图表目录

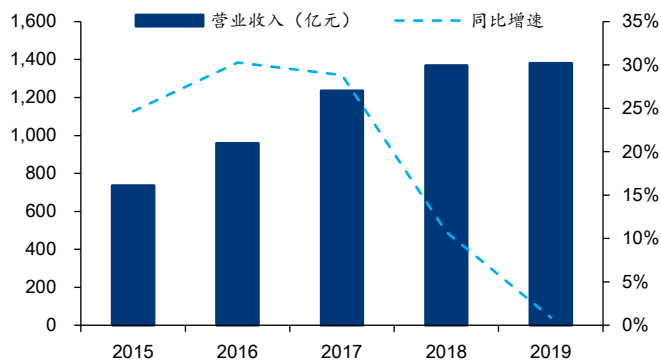
图表 1：餐饮旅游板块 19 年营收增速放缓	4
图表 2：2019 年餐饮旅游板块扣非归母净利润增速放缓	4
图表 3：2015 年以来餐饮旅游板块毛利率不断提升	4
图表 4：19 年餐饮旅游板块净利率和 ROE 呈下降态势	4
图表 5：餐饮旅游细分板块 19 年营业收入排序	5
图表 6：餐饮旅游细分板块 19 年扣非归母净利润排序	5
图表 7：餐饮旅游细分板块 19 年毛利率	5
图表 8：餐饮旅游细分板块 19 年销售净利率和扣非 ROE	5
图表 9：餐饮旅游板块季度营收及同比增速	6
图表 10：餐饮旅游板块季度扣非归母净利及同比增速	6
图表 11：中国国旅历年收入及同比增速（单位：亿元）	6
图表 12：中国国旅历年归母净利润及同比增速（单位：亿元）	6
图表 13：中国国旅季度收入及同比增速（单位：亿元）	7
图表 14：中国国旅季度扣非归母净利及同比增速（单位：亿元）	7
图表 15：酒店板块营收及同比增速	7

图表 16: 酒店板块归母净利润及同比增速	7
图表 17: 酒店板块季度营收及同比增速	8
图表 18: 酒店板块季度扣非归母净利及同比增速	8
图表 19: 宋城演艺历年营收及同比增速	8
图表 20: 宋城演艺历年扣非归母净利及增速	8
图表 21: 中青旅历年收入及增速	9
图表 22: 中青旅历年归母净利润及增速	9
图表 23: 日用化学品板块营收及增速	10
图表 24: 日用化学品板块扣非归母净利润及增速	10
图表 25: 日用化学品板块毛利率与净利率	10
图表 26: 日用化学品板块期间费用率	10
图表 27: 日用化学品板块季度营收及同比增速	10
图表 28: 日用化学品板块季度扣非归母净利及同比增速	10
图表 29: 职业教育板块 15-19 年收入及增速	11
图表 30: 职业教育板块 15-19 年归母净利润及增速	11
图表 31: 中公教育历年营业收入及同比增速	11
图表 32: 中公教育历年归母净利及同比增速	11
图表 33: 中公教育历年期间费用率	12
图表 34: 中公教育历年预收款项及同比增速	12
图表 35: 中公教育 19Q1-20Q1 收入及同比增速	12
图表 36: 中公教育 19Q1-20Q1 扣非归母净利润及同比增速	12
图表 37: 科锐国际收入较快增长	13
图表 38: 科锐国际净利润较快增长	13
图表 39: 科锐国际季度营收及同比增速	13
图表 40: 科锐国际季度扣非归母净利及增速	13
图表 41: 板块公司 19 年、20Q1 收入和利润增速一览	14
图表 42: 雅诗兰黛免税收入及增速	15
图表 43: 欧莱雅免税渠道销售额同比增速	15
图表 44: A 股主要酒店公司历史 PE TTM 表现	15
图表 45: 政府积极出台相关政策促进旅游演艺发展	16
图表 46: 狂人国主要演出剧目	16
图表 47: 法国狂人国 2006-2018 年收入	17
图表 48: 法国狂人国 2012-2018 年客流量	17
图表 49: 国货美妆加码新品	18
图表 50: 我国灵活用工市场持续增长	18
图表 51: 我国灵活用工员工数持续增长	18
图表 52: 2018 年各国人力资源外包服务渗透率	19
图表 53: 2018 年各国灵活员工与所有员工的比率	19
图表 54: 重点公司推荐表	21

餐饮旅游：19 年收入利润增速放缓，20Q1 受疫情冲击显著

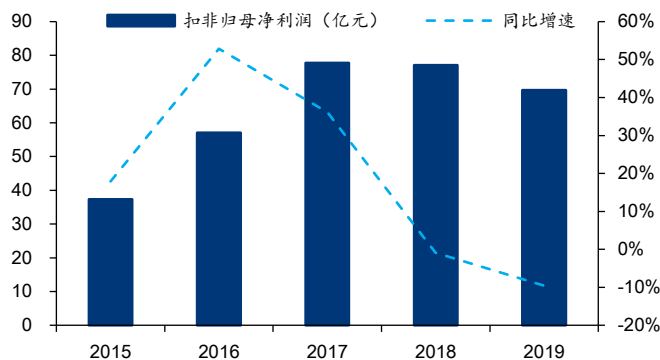
19 年板块收入、净利润增长趋势均放缓。餐饮旅游板块（申万行业分类，下同）19 年营收 1380 亿元/yoy+0.9%，同比增速较 18 年下降 9.8pct，扣非归母净利润 69.7 亿元/yoy-9.6%，同比增速较 18 年下降 8.7pct。剔除权重公司中国国旅（占板块收入 34.76%，占板块扣非净利润 54.97%），其他公司 19 年营收同比增速 0.3%，同比增速较 18 年提升 6pct；剔除中国国旅后板块整体 19 年扣非归母净利润同比下降 31.2%，主要因腾邦国际 19 年归母净利润由盈转亏，亏损 14.4 亿。

图表1： 餐饮旅游板块 19 年营收增速放缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

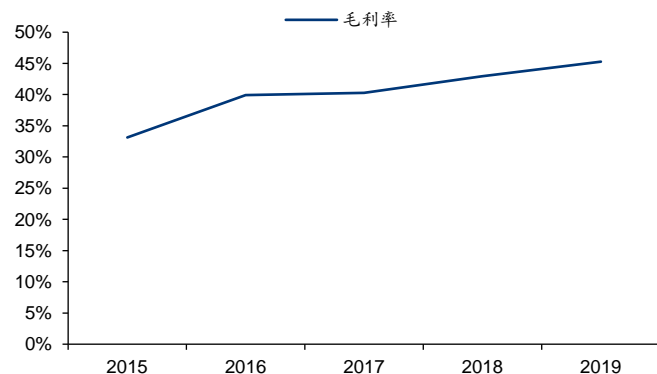
图表2： 2019 年餐饮旅游板块扣非归母净利润增速放缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

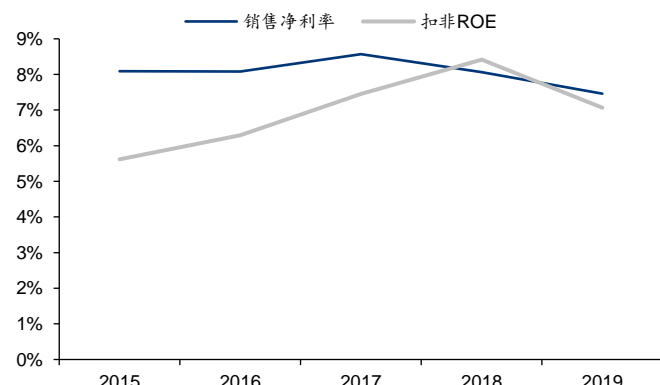
19 年餐饮旅游板块整体毛利率 45.28%/yoy+2.35pct；净利率 7.5%/yoy-0.6pct；整体扣非 ROE 7.1%/yoy-1.3pct。

图表3： 2015 年以来餐饮旅游板块毛利率不断提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

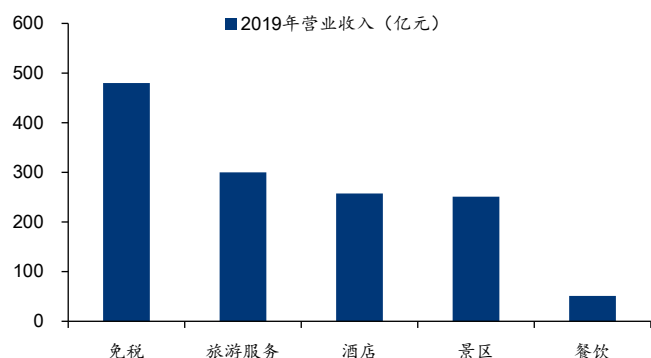
图表4： 19 年餐饮旅游板块净利率和 ROE 呈下降态势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

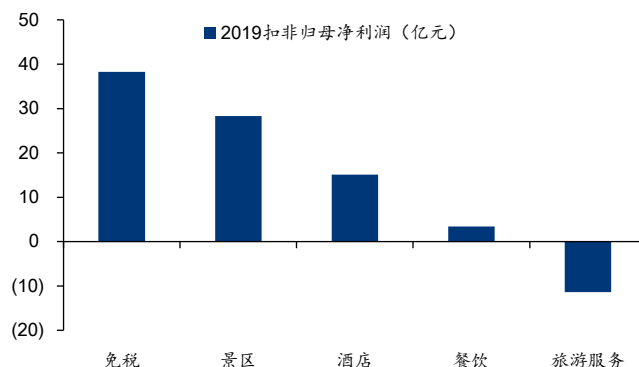
19 年餐饮旅游子行业中，旅游服务/餐饮/免税/景区/酒店营收同比增速分别为 -7.39%/5.93%/2.04%/5.38%/1.88%，扣非归母净利润同比增速分别由盈转亏/-12.16%/21.80%/5.66%/15.36%。19 年免税板块（免税）总收入位居子行业中第一，营收达 479.7 亿元，扣非归母净利润 38.3 亿元。旅游服务板块受腾邦国际（300178 CH）19 年亏损拖累，整体扣非归母净利润为 -11.4 亿元。

图表5: 餐饮旅游细分板块 19 年营业收入排序



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

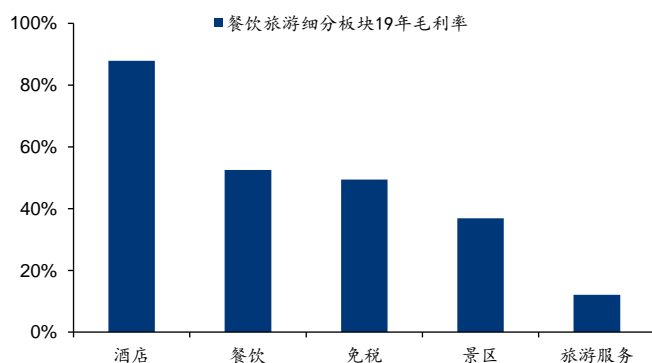
图表6: 餐饮旅游细分板块 19 年扣非归母净利润排序



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

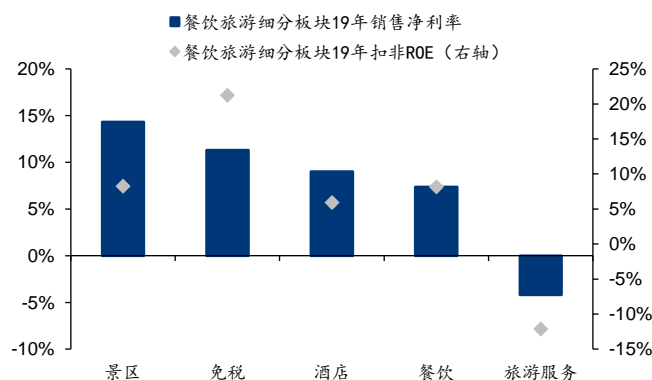
盈利能力方面, 19 年餐饮旅游板块毛利率由高到低依次为酒店/餐饮/免税/景区/旅游服务, 分别为 88%/52%/49%/37%/12%; 销售净利率由高到低依次为景区/免税/酒店/餐饮/旅游服务, 分别为 14.31%/11.29%/9.02%/7.35%/-4.18%。扣非 ROE 由高到低依次为免税/景区/餐饮/酒店/旅游服务, 分别 21.20%/8.22%/8.16%/5.91%/-12.13%。

图表7: 餐饮旅游细分板块 19 年毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

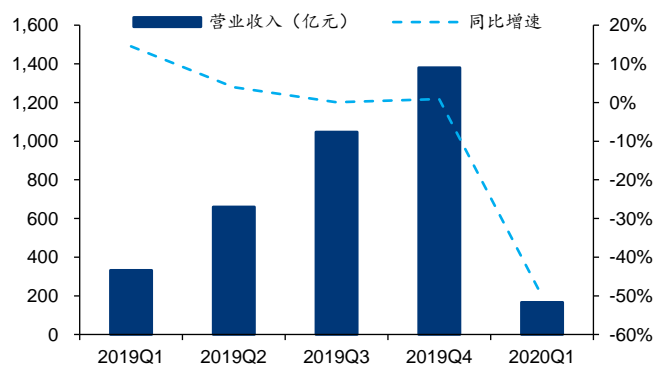
图表8: 餐饮旅游细分板块 19 年销售净利率和扣非 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

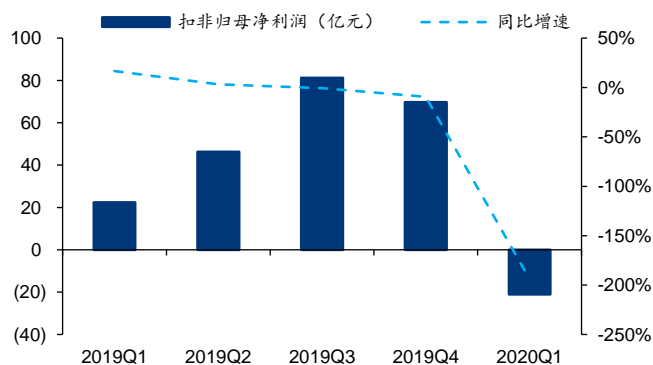
20 年 Q1, 餐饮旅游板块受疫情冲击显著。Q1 餐饮旅游板块收入 165.82 亿元/yoy-50.09%, 归母净亏损 17.33 亿元, 扣非归母净亏损 20.98 亿元。Q1 餐饮旅游板块毛利率为 26.2%/yoy-19.72pct。餐饮旅游板块子行业中, 20 年 Q1 景区/旅游服务/免税/酒店/餐饮营收同比增速分别为-65.80%/-51.32%/-44.22%/-56.49%/-28.53%, 扣非归母净亏损分别为 7.94/2.34/1.2/7.76/1.25 亿元。盈利能力方面, 景区/旅游服务/免税/酒店/餐饮板块毛利率分别为 1.03%/11.09%/42.55%/16.04%/25.35%, 同比增幅为 -33.45pct/-3.64pct/-6.90pct/-53.50pct/-22.75pct。

图表9：餐饮旅游板块季度营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：餐饮旅游板块季度扣非归母净利润及同比增速

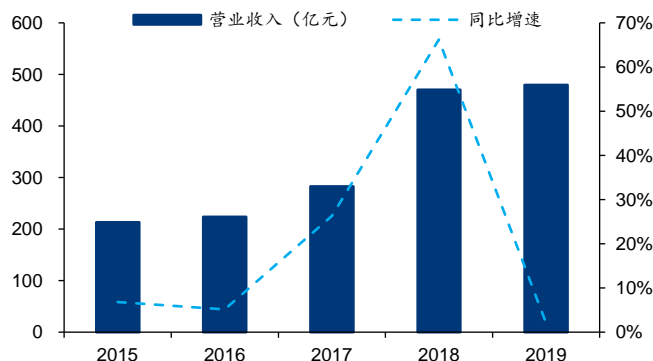


资料来源：Wind，华泰证券研究所

免税：2019 年免税业务收入高增长，龙头有望享受行业长期成长红利

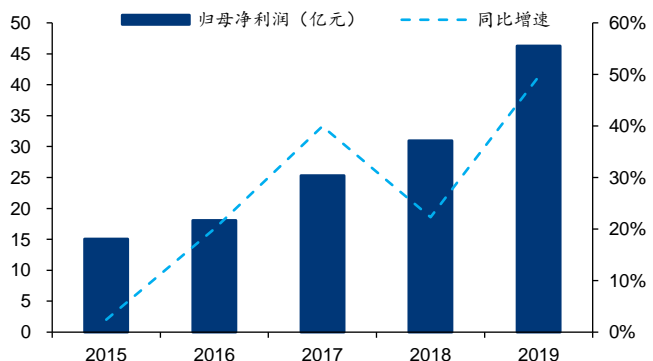
免税(免税)板块 A 股仅一家上市公司中国国旅(601888 CH)。中国国旅 19 年收入 479.66 亿元/yoy+2.04%；归母净利润 46.29 亿元/yoy+49.58%；扣非净利润为 38.29 亿元/yoy+21.79%，跟前期归母净利润一致。因海棠湾二期开业，子公司国旅投资归母净亏损 2.31 亿元，对公司归母净利润有所拖累。单看子公司中免收入为 473.61 亿元/yoy+37.35%，归母净利润 41.19 亿元/yoy+33.80%。19 年公司整体毛利率为 49.40%/yoy+7.94pct；免税业务毛利率为 50.00%/yoy-3.09pct，毛利率下降主要是由于人民币兑美元贬值引起的采购成本提高和公司的产品促销策略；公司整体净利率为 11.29%/yoy+2.92pct。

图表11：中国国旅历年收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：中国国旅历年归母净利润及同比增速（单位：亿元）



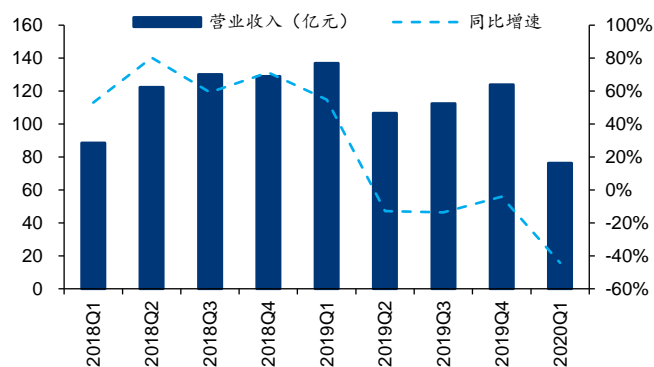
资料来源：Wind，华泰证券研究所

19 年公司免税品收入 458.18 亿元/yoy+37.89%，有税品收入 11.49 亿元/yoy+3.75%。从收入看，19 年三亚免税店收入 104.65 亿元/yoy+30.64%。上海机场店（含浦东和虹桥，18 年 3 月并表）收入 151.49 亿元/yoy+44.95%，可比口径估算收入 yoy+20.79%。首都机场（含 T2 和 T3）免税收入 85.89 亿元/yoy+16.25%。香港机场免税店收入 24.02 亿元/yoy+14.54%。广州机场店收入 19.22 亿元/yoy+117.46%。

从净利润看，三亚店归母净利润为 14.21 亿元/yoy+28.46%，净利率为 13.58%/yoy-0.23pct。我们估算加回批发端净利润后，三亚店净利润为 24.67 亿元/yoy+29.38%。上海机场店净利润为 4.49 亿元/yoy-3.80%，净利率为 2.96%/yoy-1.50pct。日上中国（首都机场 T3 店）净利润 1.40 亿元/yoy-20.47%，净利率为 1.87%/yoy-0.74pct。

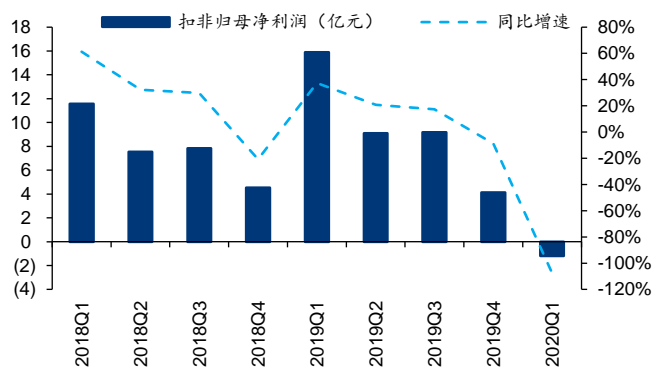
20 年 Q1 中国国旅收入为 76.46 亿元/yoy-44.23%，扣非归母净亏损为 1.20 亿元，而 19 年同期为盈利 15.89 亿元。Q1 亏损主要因为部分门店停业，以及足额计提了机场保底租金。Q1 期末公司其他应付账款较期初增加 16.53 亿元，主要是机场租赁费用。

图表13: 中国国旅季度收入及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 中国国旅季度扣非归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)

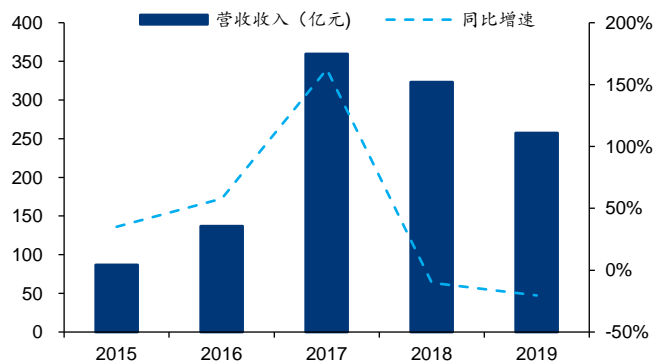


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

酒店: 龙头快速开店, 控费优化净利润空间

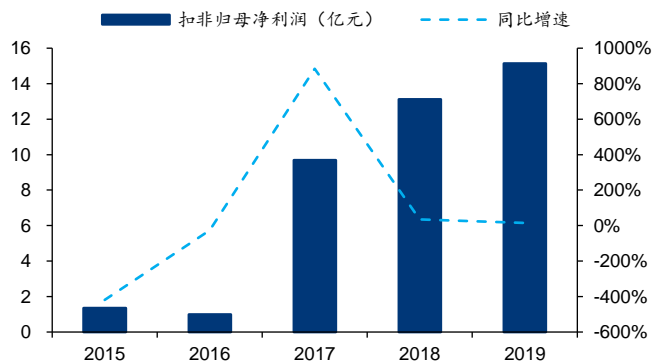
19 年酒店板块收入 257.34 亿元/yoy-20.42%, 归母净利润 21.04 亿元/yoy+20.57%, 扣非归母净利润 15.13 亿元/yoy+15.36%。酒店板块毛利率 87.83%/yoy+15.22pct, 净利率 9.02%/yoy+3.58pct。酒店行业人房比优化, 特许管理门店占比增加, 整体毛利率提升。

图表15: 酒店板块营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

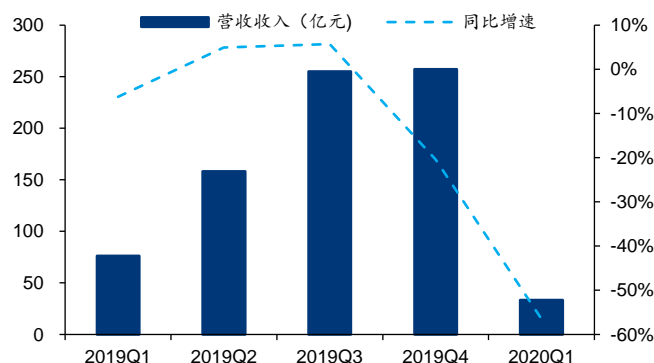
图表16: 酒店板块归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

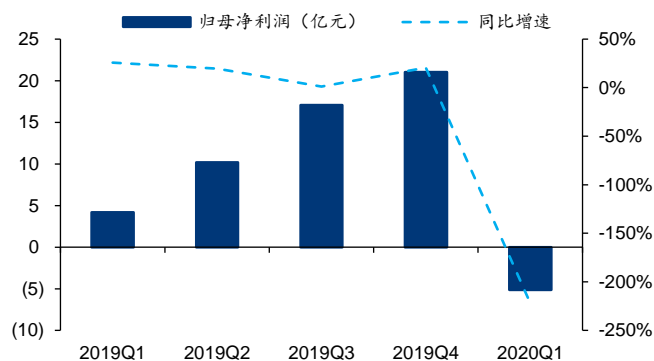
20Q1 酒店板块营收 33.21 亿元/yoy-56.49%, 归母净利亏损 5.12 亿元, 扣非归母净亏损 7.76 亿元。疫情冲击显著, Q1 酒店行业 RevPar/OCC/ADR 大幅下降。

图表17: 酒店板块季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 酒店板块季度扣非归母净利润及同比增速



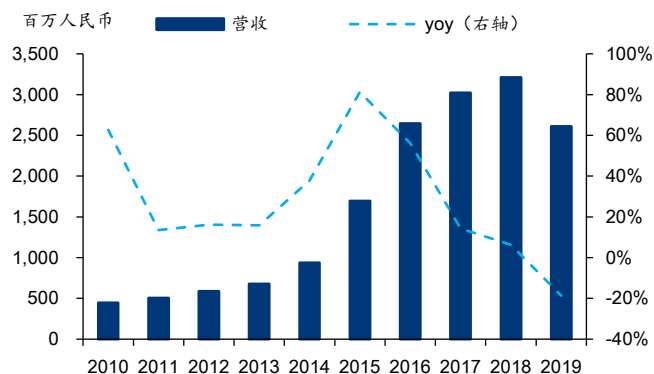
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

景区: 2019 年成熟项目整体承压

19 年景区板块收入 251.30 亿元/yoy-4.75%，归母净利润 35.97 亿元/yoy-16.93%，扣非归母净利润 28.31/yoy+5.66%。景区板块毛利率 45.28%/yoy+2.35pct，净利率 7.46%/yoy-0.6pct。20Q1 景区板块营收 18.20 亿元/yoy-65.80%，归母净利亏损 7.18 亿元，扣非归母净亏损 7.95 亿元，受疫情冲击显著。

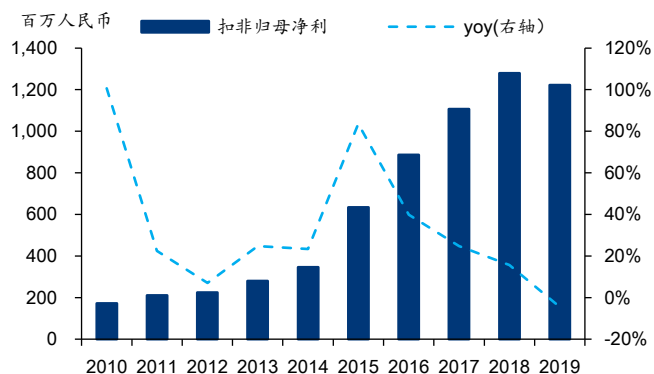
重点公司宋城演艺 (300144 CH): 19 年演艺项目营收稳健。主题公园+旅游演艺龙头宋城演艺 2019 年实现收入 26.12 亿元/yoy-18.67%；归母净利 13.40 亿元/yoy+4.09%；剔除六间房重组影响，收入 22.28 亿元/yoy+12.68%；归母净利 10.44 亿元/yoy+18.05%；扣非归母净利 10.76 亿元/yoy+23.03%。

图表19: 宋城演艺历年营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 宋城演艺历年扣非归母净利润及增速



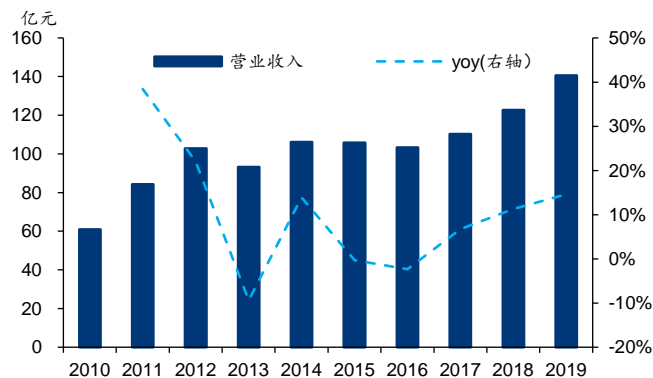
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

19 年丽江项目收入表现靓丽，张家界、桂林项目快速爬坡。桂林项目收入 1.54 亿元（18 年 7 月开业，18 年收入 4125 万元），毛利率 70.18%，净利润 3409 万元，项目收入快速爬坡。张家界项目收入 6164 万元（19 年 6 月开业），毛利率 64.4%。杭州项目、三亚项目、丽江项目的收入分别达到 8.46 亿元、3.70 亿元、3.28 亿元。

宋城演艺 20Q1 收入 1.34 亿/yoy-83.71%，归母净利 4996 万/yoy-86.50%，其中 Q1 政府补助 2355 万元，新六间房贡献投资收益 1859 万元，所得税负面影响额 1089 万；扣非归母净利 1847 万/yoy-94.87%，我们预计 20Q1 演艺项目基本盈亏平衡，轻资产项目贡献主要净利润。受疫情影响，公司旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营，因疫情防控需要，公司原定于 4 月 3 日恢复开园的杭州/桂林/张家界项目暂缓开园，复业时间表尚未确定。

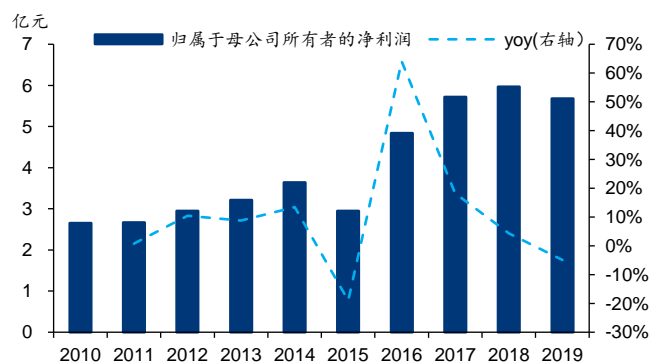
重点公司中青旅 (600138 CH): 两大古镇 19 年客流平淡。休闲古镇白马中青旅 19 年收入 140.54 亿/yoy+14.59%; 归母净利 5.68 亿/yoy-4.86%, 低于我们预期的 6.81 亿; 剔除政府补贴等影响, 扣非归母净利 4.32 亿元/yoy-12.4%。Q4 受益旅行社收入加速, 收入同比增 35%, 因人工等费用增加归母净利润同比下滑 54%。

图表21: 中青旅历年收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 中青旅历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

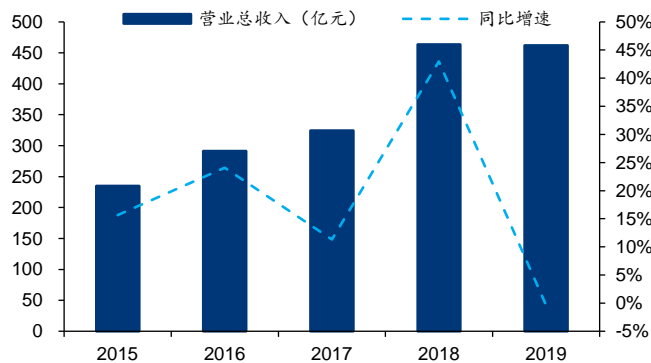
受竞争加剧/客流瓶颈/门票降价等多重因素影响, 19 年乌镇游客 918.26 万/yoy+0.35%, 其中东栅客流 389 万/yoy-3.09%, 西栅客流 530 万/+3.04%, 整体营收 21.79 亿/yoy+14.39%, 净利润 8.07 亿/yoy+9.97% (含政府补贴 2.45 亿元)。受周边文旅项目分流、交通瓶颈等多因素影响, 19 年古北水镇客流 239.37 万/yoy-6.68%, 营收 9.98 亿/yoy+1.98%, 因房地产投资收益减少及成本费用上升, 净利润 1.46 亿/yoy-50.6%。受疫情影响 20 年 1 月 25 日起乌镇、古北水镇关闭, 2 月 26 日乌镇东栅已恢复开放, 4 月 23 日古北水镇亦恢复开放。

中青旅 20Q1 收入 12.01 亿/yoy-52.76%, 归母净利-1.98 亿元/yoy-408.57%; 扣非归母净利-2.06 亿元/yoy-474.53%, 我们认为疫情对 Q1 归母净利润拖累已成定局, 疫情控制改善利好 Q2 复苏。

化妆品：19 年线上渠道销售同比较快增长

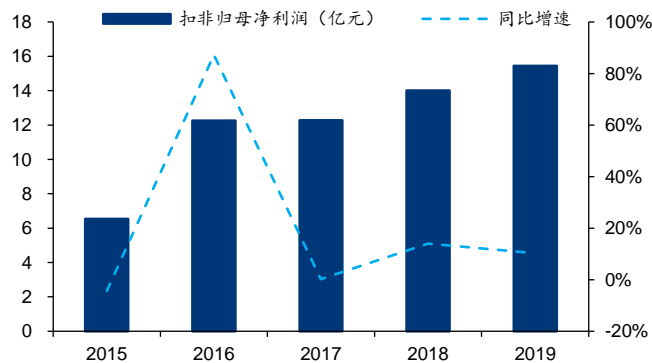
19 年日用化学品板块整体营收 461.8 亿元/yoy-0.37%，归母净利率 23.5 亿元/yoy-15.31%，扣非归母净利润为 15.4 亿元/yoy+10.26%。19 年日用化学品板块整体毛利率为 29.84%/yoy+2.26pct，净利率为 5.15%/yoy-0.94pct，净利率下降主要受销售费用率增长拖累。19 年日用化学品板块销售费用率为 16.85%/yoy+2.27pct，管理费用率 4.96%/yoy-0.07pct，财务费用率 0.86%/yoy-0.19pct。

图表23：日用化学品板块营收及增速



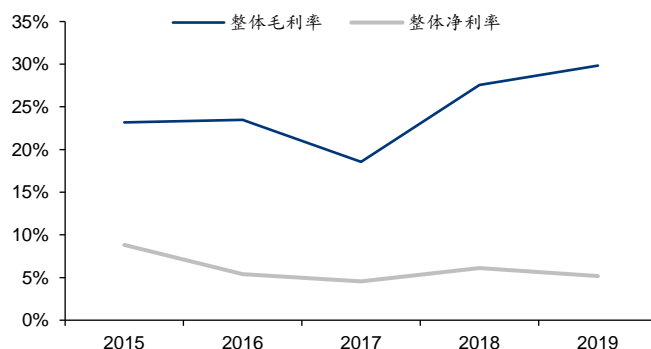
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表24：日用化学品板块扣非归母净利润及增速



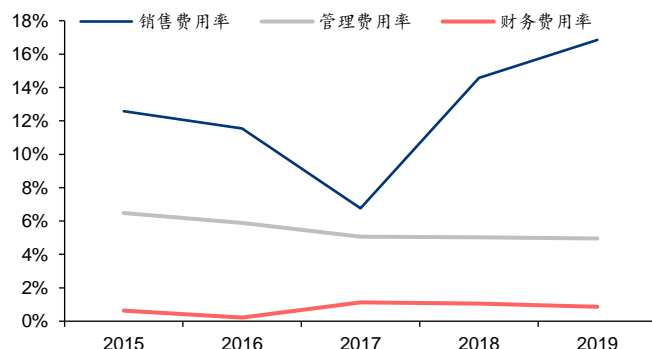
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表25：日用化学品板块毛利率与净利率



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

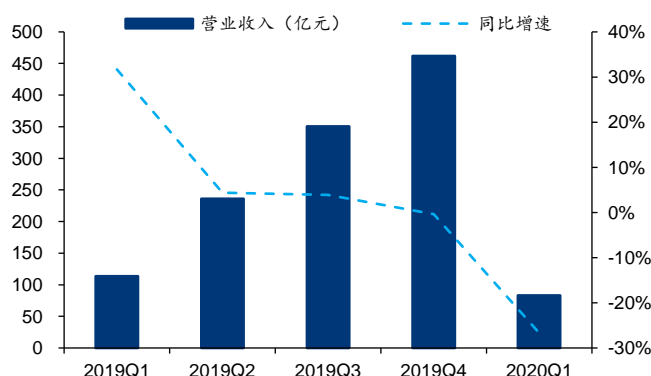
图表26：日用化学品板块期间费用率



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

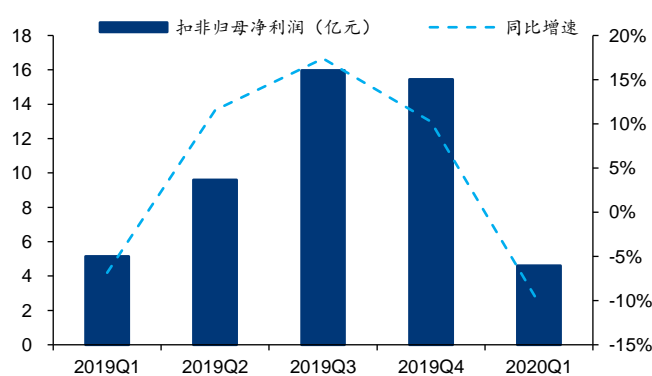
20 年 Q1 日用化学品板块收入 83.5 亿元/yoy-26.67%，归母净利润 5.59 亿元/yoy-17.40%，扣非归母净利润 4.61 亿元/yoy-10.29%。毛利率为 32.69%/yoy+5.04pct，销售费用率为 17.50%/yoy+2.87pct。Q1 受疫情影响，日用化学品线下销售受阻，库存承压，库存周转率为 0.77 次/yoy-0.29 次。

图表27：日用化学品板块季度营收及同比增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表28：日用化学品板块季度扣非归母净利润及同比增速

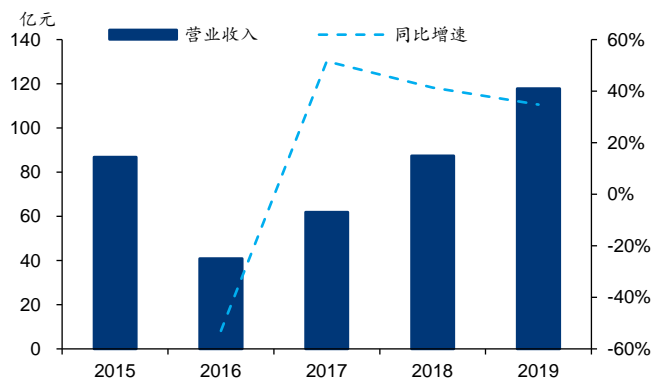


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

职业教育：龙头 Q1 净利润下滑，疫情后招录培训市场有望扩大

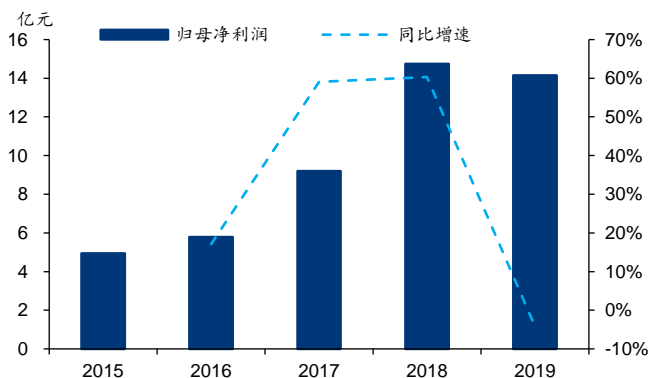
职业教育板块 19 年整体营收 117.8 亿元/yoy+34.75%；归母净利润 14.1 亿元/yoy-4.13%，主要系开元股份营业成本过高。20 年 Q1 由于疫情隔离及各考试时间推迟，营收 14.3 亿元/yoy-23.32%，归母净利-0.5 亿元/yoy-131.94%

图表29： 职业教育板块 15-19 年收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

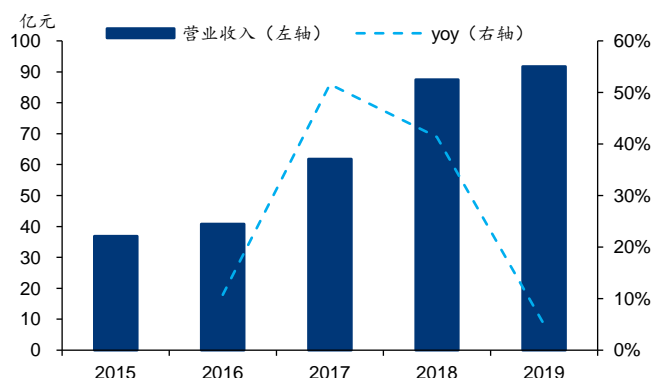
图表30： 职业教育板块 15-19 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

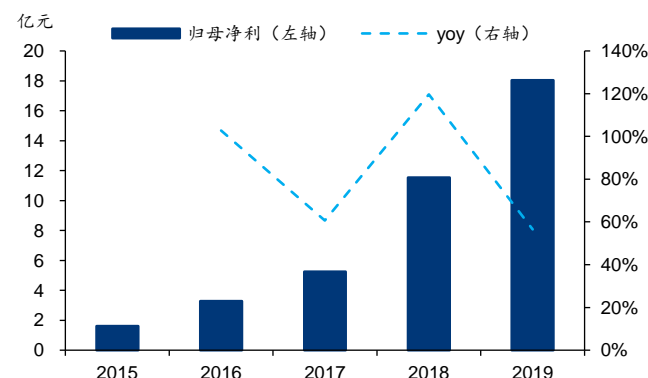
重点公司中公教育 (002607 CH) 19 年营业收入 91.8 亿/yoy+47.12%，归母净利润 18.05 亿/yoy+56.52%，扣非归母净利润 17.00 亿/yoy+52.79%；由于公司收入规模增长，销售费率下降 1.51pct 至 16.16%，管理费率下降 2.03pct 至 11.97%，受贷款利息支出及收款手续费增加影响，财务费用率上升 2.27pct 至 2.23%；与收入增长匹配，19 年预收款项 26.34 亿元/yoy+37.19%。

图表31： 中公教育历年营业收入及同比增速



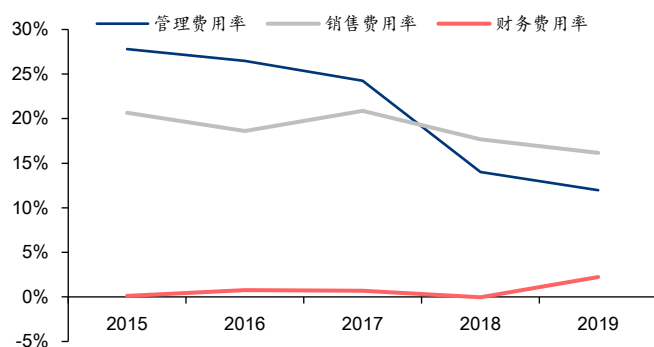
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 中公教育历年归母净利及同比增速



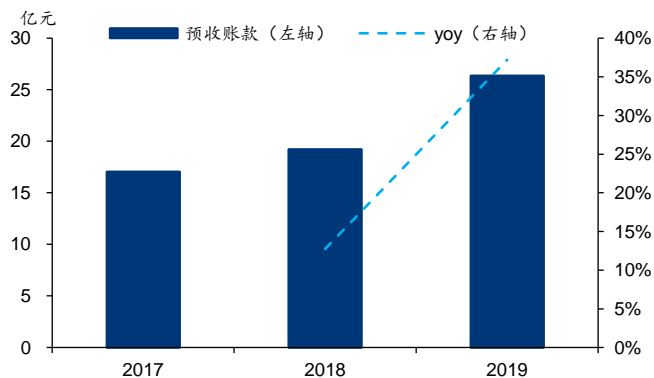
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33: 中公教育历年期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 中公教育历年预收款项及同比增速

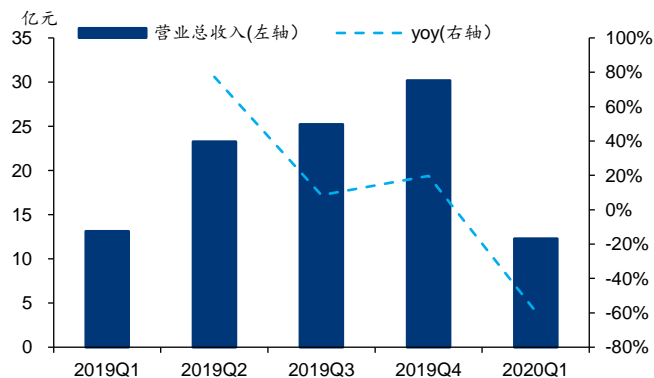


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司公务员序列学员人数同比增长, 客单价提升, 公务员板块收入同比增长 35.35% (线上和线下)。其他业务板块继续保持快速增长, 事业单位序列 14.01 亿元/yoy+78.59%, 教师序列收入 19.33 亿/yoy+79.71%, 综合面授培训收入 16.14 亿/yoy+94.84%。线上和线下“OAO”模式助理效率提升, 19 年面授收入 80.84 亿元/yoy+40.09%; 线上收入 10.36 亿元/yoy+133.50%, 19 年线上付费培训人次 178 万人/yoy+59.5%。

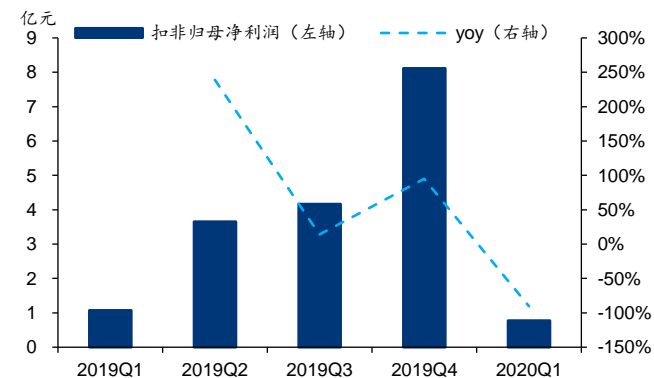
因一季度为行业淡季, 加之受疫情及考试推迟影响, 中公教育 20 年 Q1 营收 12.30 亿/yoy-6.22%; 扣非归母净利润 0.78 亿元/yoy-27.83%; 公司理财产品收益增加, 非经常性收益增长, Q1 归母净利润 1.16 亿元/yoy+9.52%; 财务费用 0.55 亿/yoy+45.89%, 系金融机构短期贷款利息增加; 采用新收入准则, 口径调整后预收账款 56.36 亿元/yoy+29.25%。我们认为, 由于疫情对就业带来负面影响, 国家近期通过扩招扩考政策稳就业, 疫情结束后招录考试培训市场有望扩大。

图表35: 中公教育 19Q1-20Q1 收入及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 中公教育 19Q1-20Q1 扣非归母净利润及同比增速

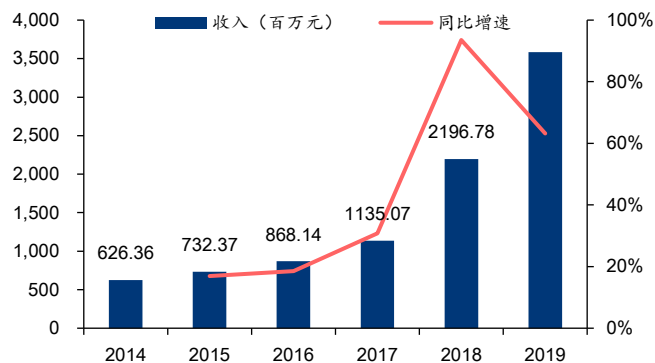


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

人力资源：灵活用工为增长主引擎

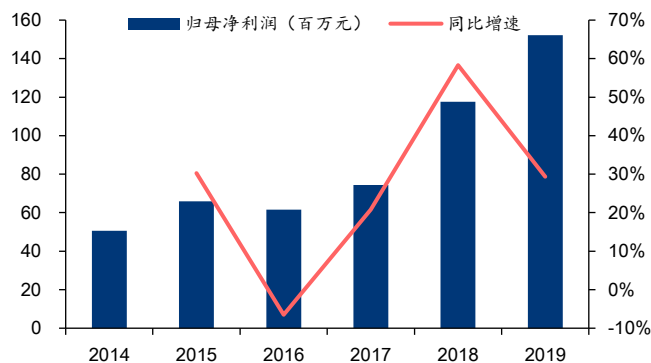
A 股唯一标的科锐国际 (300662 CH) 2019 年收入 35.86 亿/yoy+63.24%，归母净利 1.52 亿/yoy+29.38%，扣非归母净利 1.33 亿/yoy+22.91%，与此前快报一致。剔除 investigo，2019Q4 公司内生收入同比增速超 50%，内生净利润同比增速超 30%，持续提速。

图表37： 科锐国际收入较快增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 科锐国际净利润较快增长

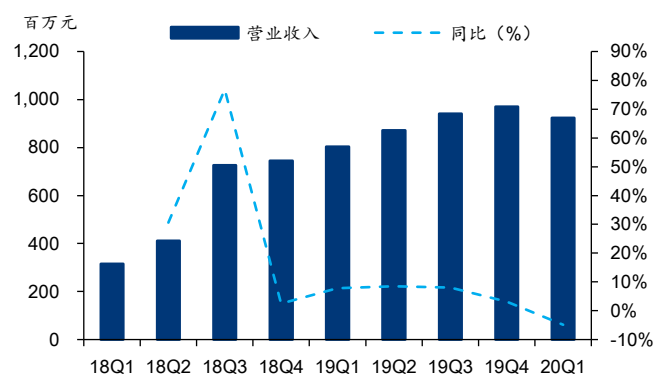


资料来源：Wind，华泰证券研究所

19 年灵活用工为主要增长引擎。内生业务方面，据公告灵活用工收入同比增 64%；我们测算 19 年猎头/招聘流程外包业务较 18 年基本持平。净收入口径，猎头净收入 5.19 亿，净收入率 99%/yoy-0.13pct，一般按候选人年薪提成的 33%-40%计收入，总额净额口径差异不大；招聘流程外包净收入 1.48 亿，净收入率 99%/yoy-0.77pct，一般为项目制收费，总额净额口径亦无显著差异；灵活用工净收入 3.78 亿，净收入率 13.67%/yoy-0.05pct。

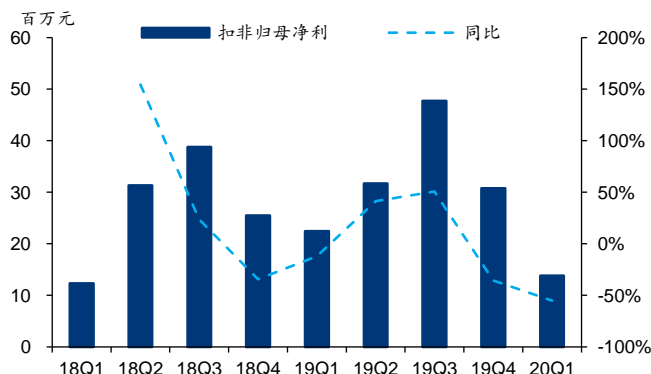
科锐国际 20Q1 收入 9.23 亿/yoy+14.93%，归母净利 2634 万/yoy+3.72%，扣除员工限制性股票成本后利润 3043 万/yoy+19.81%，剔除补贴等影响，扣非归母净利 1382 万/yoy-38.34%。我们预计 Q1 灵活用工收入持续高增长，猎头、招聘流程外包业务 1-2 月因交付延迟受拖累，3 月逐渐步入正轨，Q1 收入同比降幅可能在两位数。

图表39： 科锐国际季度营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 科锐国际季度扣非归母净利及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议：强者恒强，把握龙头

后续展望：疫情不改龙头长期成长逻辑

20 年 Q1 疫情对板块冲击较大，我们预计 Q2 随国内疫情形势缓和，政策刺激力度加大，国内免税、酒店、职业教育、化妆品和景区板块经营状况同比有望边际改善，但海外疫情可能对部分化妆品公司原材料供应产生负面影响，20 年 Q2 出境游恢复有一定不确定性。疫情不改龙头长期成长逻辑，行业整合加速。国内防控等级下调，有望提振板块估值。我们长期看好免税龙头中国国旅/职教龙头中公教育/演艺龙头宋城演艺。

图表41： 板块公司 19 年、20Q1 收入和利润增速一览

公司情况					板块情况				
公司	19 年收入增速	19 年利润增速	20Q1 收入增速	20Q1 利润增速	板块	19 年收入增速	19 年利润增速	20Q1 收入增速	20Q1 利润增速
凯撒旅业	-26.21%	-35.28%	-41.30%	-312.41%	旅游服务	-7.39%	-290.15%	-59.96%	-198.86%
众信旅游	3.64%	191.15%	-53.03%	-144.80%					
上海家化	6.43%	3.09%	-14.80%	-48.89%	日用化学品	2.40%	-8.53%	-23.63%	-22.33%
珀莱雅	32.28%	36.73%	-5.25%	-14.72%					
华熙生物	49.28%	38.16%	3.50%	0.77%					
丸美股份	14.28%	23.99%	1.53%	-1.14%					
首旅酒店	-2.67%	3.26%	-58.80%	-811.25%	酒店	1.88%	36.61%	-42.94%	-272.11%
锦江酒店	2.73%	0.93%	-34.41%	-42.26%					
广州酒家	19.38%	0.06%	0.14%	-73.17%	餐饮	5.93%	-18.18%	-27.24%	-368.81%
中国国旅	2.04%	49.58%	-44.23%	-105.21%	免税	2.04%	49.58%	-44.23%	-105.21%
宋城演艺	-18.67%	4.09%	-83.71%	-86.50%	景区	5.38%	-9.88%	-63.18%	-241.79%
中青旅	14.58%	-4.90%	-52.76%	-408.57%					
丽江股份	6.53%	6.18%	-67.77%	-160.76%					
中公教育	47.12%	56.52%	-6.22%	9.52%	职业教育	38.03%	-12.84%	-18.01%	-97.47%
科锐国际	63.24%	29.38%	14.93%	3.72%	人力资源	63.24%	29.38%	14.93%	3.72%

备注：表中利润均为归母净利润；整体法计算；

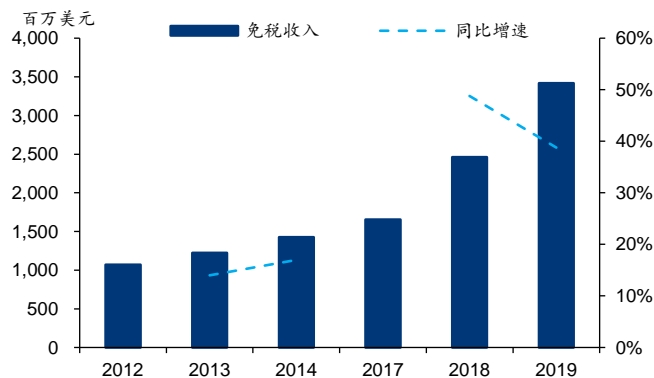
资料来源：Wind，华泰证券研究所

免税：离岛免税将有相对韧性

海外疫情持续蔓延，国际游客出行受限，各地机场免税店短期仍承压；国内离岛免税店 2 月 20 日起即恢复营业，2 月、3 月日均销售额已体现出相对韧性。海外疫情仍在持续扩散，尚未出现明显拐点，国际旅客人次同比增速的好转趋势尚不明朗。海南岛内四家免税店：三亚国际免税城、海口日月广场免税店、海口美兰机场免税店和博鳌免税店于 1 月 25 日至 28 日间相继闭店；其中三亚店闭店时间为 1 月 26 日-2 月 19 日。2 月 20 日起海南四家免税店开始恢复营业。据海关数据，2020 年 2 月，三亚海棠湾离岛免税销售额 3.63 亿元，同比下降 76%，日均销售额约 3630 万元，相较 2019 年同期的日均 5526 万元仅下滑约 34%，疫情期间开业后体现出相对较强韧性。

品牌方全年归母净利润承压，亦有较强促销动力，有望带动免税销售。据海南海关数据，2019 年 1-11 月化妆品/箱包/手表销售额分别为 71/13/11 亿，占比分别在 55%/10%/9%，化妆品为免税销售最重要品类，欧莱雅、雅诗兰黛等外资品牌集团旗下中高端品牌占绝对主导地位。据公司年报，雅诗兰黛 2019 财年免税销售额 34.18 亿美元/+39%，占集团收入比重 23%；欧莱雅 2019 财年免税销售额超过 25 亿欧元/+25%，占集团收入比重约 8%。全球疫情蔓延趋势下，品牌方归母净利润增长压力亦较大，促销动力较强，有望带动 2020 年免税销售；据韩国海关数据，2019H1 韩国线上免税销售额已达 29%，有助于免税运营商提高效率、消费者提升购物体验；据中免集团官网，受疫情影响，三亚国际免税城自 1 月 26 日下午 4 时起闭店，离岛免税线下销售暂停，但线上购物照常进行。1 月 27 日至 2 月 6 日，三亚国际免税城网上销售商品 16.48 万件，销售额 8471.70 万元，我们认为疫情或成线上预定推广契机。

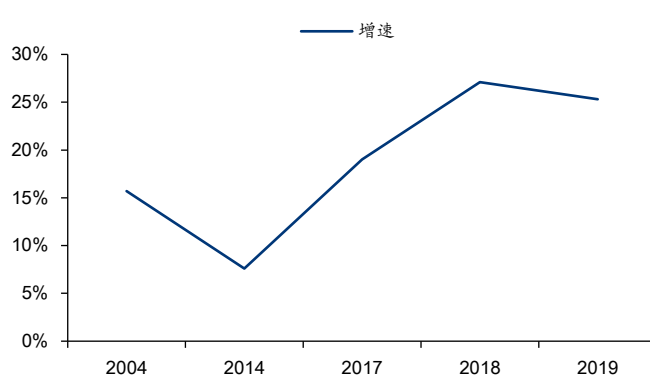
图表42： 雅诗兰黛免税收入及增速



注：期间若干年份公司未披露情况，缺乏数据；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43： 欧莱雅免税渠道销售额同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

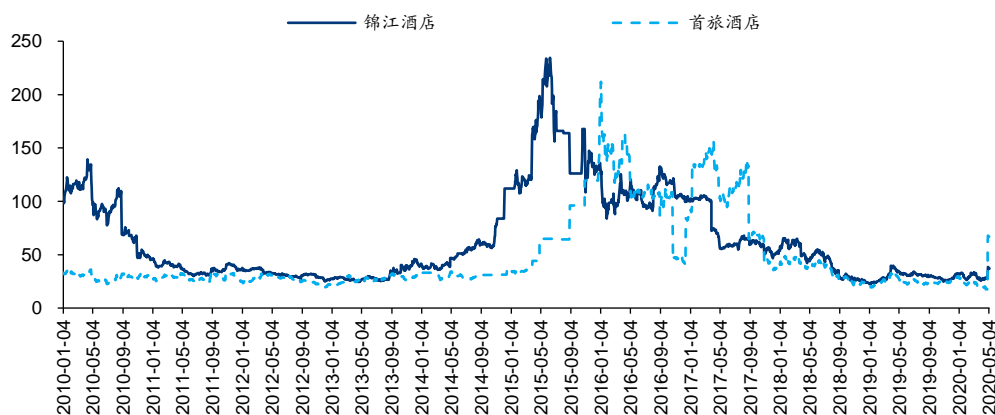
20 年 4 月海外疫情扩散，我们认为因出境游市场低迷，海外消费有望回流。据韩国免税业协会，20 年 2 月韩国免税销售额同比下降 50%，3 月同比下降 80%，我们认为或构成潜在回流空间。从上下游看，疫情冲击国际化妆品和奢侈品品牌。中免线上业务助力，与品牌商携手度过难关，合作关系有望更加紧密，利好长远。我们认为全年看，Q1 中免集团基本面受疫情冲击最大，疫情蔓延下海外/国内机场免税购物需求被拦截；海南政策呵护，外资品牌方促销动力较强，这些因素有利于缓解疫情对 2020 年离岛免税盈利的冲击。

酒店：连锁化率有望长期提升，龙头整合行业

宏观经济疲软导致差旅住宿需求减弱，2018 年下半年以来行业及龙头公司 OCC 及 RevPAR 同比增速开始持续下降，龙头估值回落。酒店龙头持续快速扩张加盟店、中端店，提升市场份额，提高盈利能力。

我们认为疫情对酒店行业有阶段性冲击，长期看龙头有望受益于疫情对单体酒店的挤出。酒店长期趋势为连锁化率提升，产品结构优化带动提价。龙头酒店集团产品和服务领先，会员体系不断完善，护城河持续加深。五一小长假（2020 年 5 月 1 日-5 日）提振旅游住宿需求，差旅住宿需求逐渐回暖，我们预期下半年会展恢复举办。我们预计酒店经营指标有望逐季度改善，推动板块估值修复。

图表44： A 股主要酒店公司历史 PE TTM 表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

景区：短期出游需求可能向国内转移

我们认为海外疫情局势仍未完全明朗，出境游短期受抑制，短期可能有利于出游需求向国内游转移，国内景区有望受益；中长期来看，伴随消费升级，景区不断升级产品结构、打造综合旅游目的地成必然趋势，旅游演艺契合景区的长期发展方向。

旅游演艺行业近年营业收入增速较快，观众人次提升迅速。据中国演出协会官方统计，2018 年旅游演出票房收入 37.47 亿元，比 2017 年上升 9.21%，旅游演出 6.31 万场，比 2017 年场次上升 9.93%。

政策鼓励发展，龙头 IP 品牌优势有望逐渐凸显。19 年 3 月 14 日，中国文化和旅游部印发《关于促进旅游演艺发展的指导意见》，将推进旅游演艺的转型升级作为首要任务，提出支持旅游演艺发展的八项发展任务以及三项实施和保障措施。19 年 8 月 23 日国务院印发《进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，提出：鼓励打造中小型/主题性/特色类的旅游演艺产品，鼓励建设夜间文旅消费集聚区。政府接连出台旅游演艺相关政策、鼓励发展，行业供给有望不断丰富。龙头演艺与各旅游景区周边的小型演艺项目相比，在建设运作、市场、渠道、营销等方面竞争优势显著，对游客具有强大吸引力，有望受益政策红利。

图表45： 政府积极出台相关政策促进旅游演艺发展

时间	政策名称	发布机构	演艺相关内容
2019 年 3 月 14 日	《关于促进旅游演艺发展的指导意见》	文化和旅游部	提出八项发展任务，包括提升创作生产水平、推进业态模式创新、壮大演艺经营主体、积极开展惠民服务、深化跨国跨境合作、强化节目内容审核、加大市场监管力度、牢牢守住安全底线，以及三项实施和保障措施，包括加强组织领导、优化政策环境、强化基础保障。
2019 年 8 月 23 日	《进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	国务院	鼓励打造中小型、主题性、特色类的文化旅游演艺产品，丰富产品供给，到 2022 年培育 30 个以上旅游演艺精品项目，扩大文化和旅游有效供给。发展假日和夜间经济，到 2022 年建设 200 个以上国家级夜间文旅消费集聚区，夜间文旅消费规模持续扩大。

资料来源：文化和旅游部、国务院官网，华泰证券研究所

城市演艺、演艺谷等模式有望打开长期发展空间。目前国内旅游演艺项目多依托于已有较大客流基数的核心景区、知名旅游目的地，多主要面向跟团游客，游客衍生能力相对匮乏。参照法国狂人国、百老汇等，龙头向城市演艺、演艺谷等新模式升级有望打开新空间。

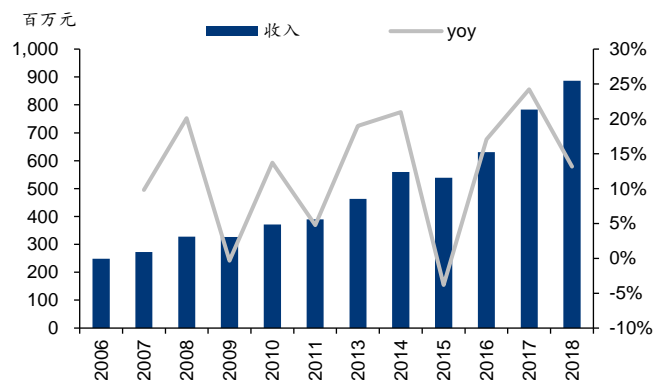
法国狂人国：以优质内容提高游客吸引力。据狂人国官网，法国狂人国是一个以历史及艺术为主的表演乐园，截止目前（2020 年 5 月 8 日）拥有 17 场表演、11 家餐厅、5 家主题酒店，位于法国中西部地区旺代省内，距巴黎 3 小时车程，每年不到七个月的运营期。法国狂人谷通过丰富演艺表现、产品常态化更新、增加二次消费等方式不断提高重游率、游览时长等，实现量价齐升。2018 年游客达到 230 万人次，2014-2018 年 CAGR 达 5.7%；营业收入 1.12 亿欧元，2014-2018 年 CAGR 达 12.1%。

图表46： 狂人国主要演出剧目

项目	主要内容	座位数	时长
《胜利的迹象》	讲述公元前 1 世纪凯撒大帝征服高卢后，高卢人继续不断对抗罗马帝国的故事。表演场地仿造罗马角斗场，以真人对战、赛战车 and 驯兽表演为特色。	6500	42min
《维京人》	讲述公元 8 世纪到 11 世纪一个高卢村庄如何抵抗海盗侵袭，最后在神的旨意下双方和解。表演中设置了极为震撼的爆炸特效。	3500	26min
《幽灵鸟舞会》	训练员以口哨与手势引导 200 只猎鹰、雕、猫头鹰近距离与观众互动	3200	33min
《矛的秘密》	讲述在英法百年战争中牧羊女玛格丽特用一把长矛保护即将沦陷的城堡壁垒。	4000	29min
《黎塞留的火枪手》	重现法国作家大仲马笔下 17 世纪法国传奇三剑客追求爱情与复仇的故事。表演包括剑术对决、弗拉明戈舞会、马术表演。	3000	32min
《最后的派头》	讲述法兰西第一共和国成立后，一位法国海军军官争取自由的过程。表演舞台转盘半径 14M，可 360 度旋转。	2400	34min
《凡尔登的恋人》	从一名士兵与他未婚妻之间书信的视角，讲述一次在战争中度过的圣诞节的的故事。整场表演共有 10 名演员，2000 平米室内场地。		15min

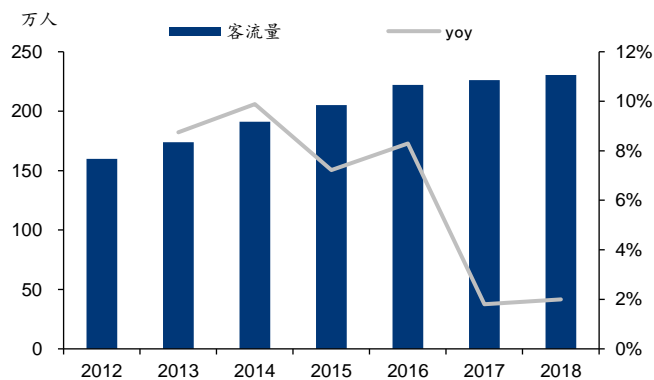
资料来源：狂人国官网，华泰证券研究所

图表47： 法国狂人国 2006-2018 年收入



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表48： 法国狂人国 2012-2018 年客流量



资料来源：AECOM，华泰证券研究所




化妆品：新营销、新渠道带来国货新机遇

平台加码美妆品类扶持，流量红利 2020 年有望持续。4 月 13 日，阿里巴巴集团副总裁在第六届天猫金妆奖颁奖仪式宣布，2020 年将加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌；将与珀莱雅等 12 个集团建立长线合作机制，输出新品研发的“天猫模式”。电商平台对美妆品类的扶持持续加码。我们认为注意力资源变迁、下沉市场崛起、技术/产业支持的合力影响下，各平台商业化竞速带来的社交流量红利有望持续；红利也倒逼商家加大流量精细化运营/加大消费者运营/供应链提效升级，国货 2020 年有望借助新渠道和新营销弯道超车、迅速崛起。

美妆品类社交属性强，2019 年增长迅速，有利于平台吸引新客、提升留存。据淘数据，2019 年阿里全网美妆成交额 2049 亿/同比+35.4%，快速增长。美妆品类体积小/客单价高/易运输/社交属性较强，成各平台提升品牌形象/触达新客/提升留存的重要品类。天猫对美妆品类的扶持不断加码：17 年成立专门的新锐品牌和网红品牌孵化团队；18 年计划打造美妆 10 亿俱乐部；19 年计划扶持 1000 个美妆品牌在天猫开店，批量孵化超过 50 个年销售额过亿元的单品；20 年计划加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌，将与珀莱雅、强生等 12 个集团建立长线合作机制。

国货美妆复购率仍待提升，新品为破局之道。据天猫 19 年 8 月发布的《天猫人群策略地图》，16-18 年天猫美妆国货线销售额整体复合增速 69%，弱于新锐线（284%）以及高端线（367%），其中人群渗透率提升约贡献 2/3，客单价提升约贡献 1/3，复购几乎无贡献。新品有助于引流新客、提升复购、拉高粘性。国货利用新渠道、新营销方式，基于消费者数据分析，正在纷纷发力新品。珀莱雅推出红宝石精华及双抗精华，以六胜肽/麦角硫因等前沿功效成分为卖点，进军抗衰老/抗衰老市场，选择流量明星蔡徐坤代言。丸美股份推出小红笔眼霜，主打微电流金按摩头，三肽一金卓效成分，新品首发天猫小黑盒。

图表49： 国货美妆加码新品

产品名	图片	品牌	价格/规格	每 ml 价格	主要成分	主打卖点	推广方式及渠道
小红笔眼霜		丸美股份	338 元/30g	11.27 元/g	类蛇毒肽、乙酰基四肽、乙酰基六肽、纳米级 24K 黄金	微电流塞金按摩头,三肽一金;	天猫小黑盒首发; 流量明星代言
双抗肌肤 虾青素精华液		珀莱雅	229 元/30ml	7.63 元/ml	麦角硫因、虾青素、肌肽、Collrepair	抑糖清糖, 双效抗糖	天猫金妆奖
红宝石精华液		珀莱雅	229/30ml	7.63 元/ml	六胜肽、维 A 醇、小果咖啡籽提取物	抗皱成分高浓度复配	聚划算

注：价格数据来源于各品牌天猫官方旗舰店，为 4 月 16 日数据；

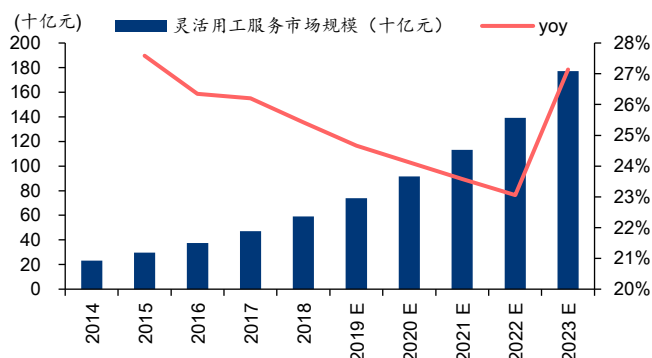
资料来源：各品牌官网、官方旗舰店，华泰证券研究所

疫情影响较小，化妆品渠道快速变革。根据国家统计局，1~3 月化妆品社零同比下滑 13.2%，在可选消费中跌幅最小。3 月线上恢复较快，根据数据威显示，淘宝三八女王节（2020 年 3 月 8 日）美妆个护 GMV 较去年女王节同比增长 70.1%。我们认为在消费整体承压背景下，化妆品销售额同比增速大概率持续领先。线上营销模式持续创新，直播电商成为亮点，数字化转型浪潮带来流量红利。

人力资源：疫情危中有机，有望加速转型升级

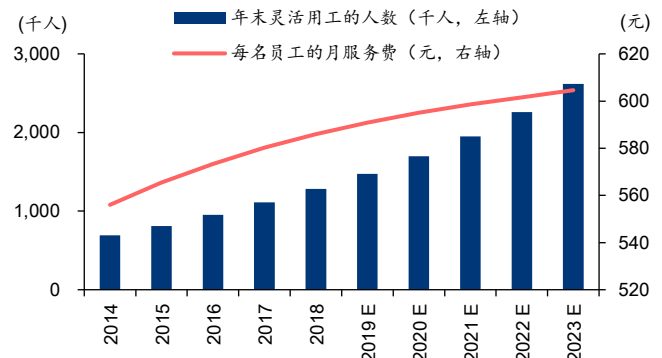
我国灵活用工行业增长迅速，但渗透率较发达国家依然存在差距。我国灵活用工市场增长迅速。据灼识咨询数据，2018 年我国灵活用工人数 128 万，其预计至 2023 年可达 262 万，GAGR15%。2018 年末，我国灵活用工人数达 128 万人，然而与发达国家相比，我国灵活用工市场在渗透率和员工占总体员工比例方面仍存在较大差距。据世界就业联合会数据，2018 年我国人力资源外包服务渗透率约 60%，低于美国的 93%、日本的 85%、欧盟的 78%；2018 年我国灵活用工占整体员工的比例低于 1%，亦明显低于美国的 10%、日本的 4%和欧盟的 3%。

图表50： 我国灵活用工市场持续增长



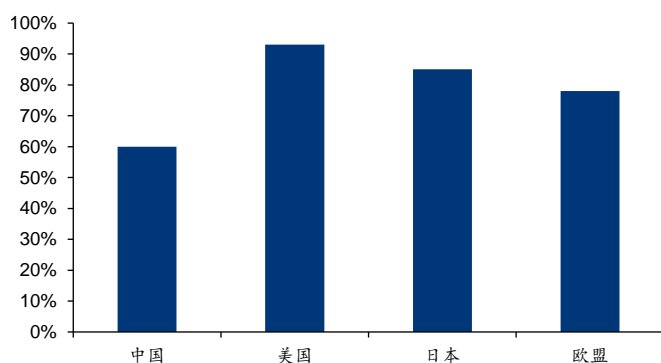
资料来源：灼识咨询，华泰证券研究所

图表51： 我国灵活用工员工数持续增长



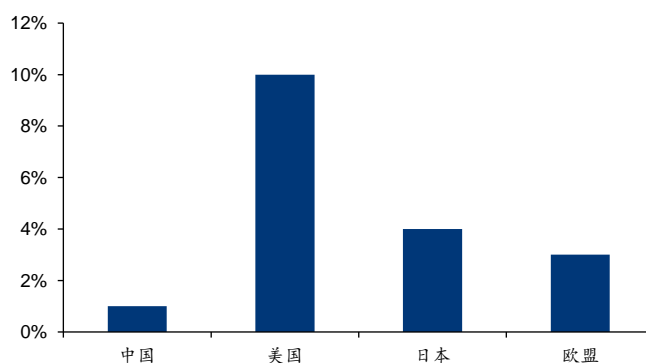
资料来源：灼识咨询，华泰证券研究所

图表52： 2018 年各国人力资源外包服务渗透率



资料来源：世界就业联合会，美国用工协会，世界银行，华泰证券研究所

图表53： 2018 年各国灵活员工与所有员工的比率



资料来源：世界就业联合会，美国用工协会，世界银行，华泰证券研究所

中国灵活用工服务市场高度分散。据人瑞人才招股说明书，2018 年市场上约有 10000 家服务提供商运营。据灼识咨询，2018 年五大参与者的灵活用工业务产生的收入总额及所聘用灵活员工人数分别占市场份额总额约 9.3% 及 4.9%，市场格局高度分散。

疫情危中有机，有望加速灵活用工行业转型升级。我们认为疫情对于顺周期的猎头/招聘流程外包业务短期可能产生一定拖累，伴随全国经济运行逐步步入正轨，负面因素有望逐步消退。另一方面，疫情倒逼企业采取线上招聘/远程办公/灵活雇佣等方式应对危机，打破固有就业观念，中长期对于企业的用工观念可能产生深远影响，有利于灵活用工渗透率的长期提升。

职业教育：龙头业绩有望延续高增长

需求牵引+政策驱动，职业教育行业迎来黄金窗口期。需求方面，随着国内产业结构调整，国内技术型人才供需面临结构性矛盾，就业压力提升，职业培训需求增加。政策方面，学历职业教育改革深化，吸纳社会资本、职教集团化办学是当前的政策重点，国家频出政策支持职业教育发展。龙头企业以优质教研及服务水平推动行业扩容。伴随资本竞逐加速，大型成熟职教平台和重度垂直细分龙头有望受益于行业集中度提升。职业教育包含子序列较多，其中公务员培训、事业单位、考研、IT 赛道空间较大，增长较为迅速。

近年国考公务员招录人数、参考人数总体上呈现上涨趋势，就业竞争加剧，低录用比率有望使参培率提升。据国家公务员局，2018 年国考计划招录 1.45 万人，9657 个职位，创十年新低，我们认为主要由于 2018 年国家政府机关改革导致招录计划谨慎；2019 年政府机关改革完成，2020 年国考招录职位数为 1.38 万，招录人数为 2.4 万人/+66%，报名人数（审核通过人数）111 万人/+75%，大幅反弹。江苏、四川、辽宁等多省份省考招录人数也出现不同程度反弹，我们认为 20 年公务员招录人数的反弹有望带动公务员培训高增长延续。

其他赛道行业情况：1) 教师培训。据教育部，2017-2018 年，全国教师资格证笔试人数分别为 418/651 万人，同比增长分别为 48.8%/55.7%。2011 年正式启动教师资格证统考以来，笔试通过率累计为 37.4%，面试通过率累计为 69.5%，综合通过率为 26%，我们认为较低的通过率，将驱动教育类培训市场的发展。**2) 事业单位培训。**据人社部，招聘规模较大，2017-2018 年事业单位招聘人员 93/106.6 万人，同比增长 16.5%/14.6%，向统一招录、分类招录方向发展，有望催生培训需求。**3) 考研培训。**根据中国教育统计公报，2018 年报考人数达到 290 万人/+21.8%；录取人数 72 万人，招录比为 35.8%。2014 年以来报考人数加速增长，录取比例从 2012 年以来呈现上升趋势。我们认为报考人数增长有望拉动该市场的发展。**4) IT 培训。**据中国产业信息网发布的《2018 年中国 IT 培训行业现状及教育信息化市场发展趋势》显示，2017~2020 年 IT 培训市场的收入复合增长率为 25%~30%。人才缺口、技术更迭，带动 IT 培训市场规模扩张。

受益疫情的板块，招录考试培训。高校毕业生持续增长，20 年 Q2 毕业生就业压力较大，稳就业为重中之重，相关政策有望持续出台，国家现已公布公务员扩招、研究生扩招等。培训机构将受益于招录考试培训需求增加。我们认为 4 月份以后，线下可能陆续恢复。全年来看，龙头业绩预计基本不受疫情影响。

重点推荐标的

中国国旅（601888 CH，买入，目标价：110.16-116.28 元）

海外消费有望回流，免税成长空间广阔。国人境外消费能力强，近年来，以购买奢侈品和高端香化为主。我们预计 19 年国内免税市场规模 485 亿元，占全球免税市场 9%，对比中国出境游人次和出境游消费占全球 10%和 17%的比例显著偏低。免税政策有望提升限额和扩大购买渠道，消费回流空间广阔。18 年国人在韩国免税店购买额约为 837 亿元，我们估算化妆品购买额约为 460~502 亿。免税额度不足限制奢侈品购买，18 年我国免税市场奢侈品占比为 15%，低于海外的 21%。若将来提限额或调升行邮税起征点，有望优化品类结构，带来增量。

疫情期间，公司发展线上业务，有望承接海外消费回流；携手品牌商共度难关，利好长远。公司作为免税龙头，牌照和规模优势显著，有望最大程度享受免税行业红利，长期逻辑顺畅，离岛免税快速恢复，政策红利有望释放。考虑疫情影响，假设后续机场店保底租金有望协商下调，预计公司 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元，近 5 年公司平均 PE 为 35 倍（Wind），我们认为免税龙头优势显著，享行业成长红利，疫情不改公司长期成长逻辑，对 21 年 EPS 给予目标 PE 区间 36~38 倍，目标价为 110.16-116.28 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地时间较慢；牌照放松，市场竞争加剧；宏观经济风险；全球疫情持续时间较长。

宋城演艺（300144 CH，买入，目标价：32.23-32.82 元）

新项目选址进一步优化、推进步伐加快、复制效率提升，收入成长能力、盈利能力有望再上新台阶。与上一轮异地项目相比，新一轮项目所在地为市场潜力更大的一线旅游目的地和一线城市，游客基础更为庞大，小选址上也更为优化。同时借鉴上一轮拓展过程中积累的宝贵经验，新项目在投资规模、工程建设、节目编创、市场运营等方面将更加合理和高效，公司推进标准化剧院建设，单个剧院投资额减少 4000-5000 万元，建设期降低 3 个月。异地项目在未来三年内有望陆续开业，为公司创造新的净利润点。

受疫情影响，公司旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营，目前自有项目尚未复业。疫情停业期，公司重点推进杭州宋城演艺王国的全面提升与各大剧目的编创，从“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变、升级。我们预计停业项目及原计划于今年上半年开业/复业的西安/上海/九寨项目暑期前开业概率较大。佛山/西塘/珠海项目的筹备按计划推动，异地项目拓展带来中长期发展空间。预计 20-22 年 EPS 0.6/1.12/1.32 元，可比公司 20 年平均 PE54 倍（Wind），公司商业模式优秀，持续推进异地项目，长期发展逻辑未变，给予公司 20 年目标 PE54-55 倍，目标价 32.23-32.82 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场恢复进展较慢、新项目开业延迟、公司业绩大幅下滑。

中公教育 (002607 CH, 买入, 目标价: 26.52~29.64 元)

系统改造升级、业务环节优化, 2019 年运营效率持续提升。19 年公司在全国 300 余个地级市建立 1104 家直营分部和学习中心, 共有员工 35209 名, 拥有 13475 名全职教师, 2051 名专职研发人员。20 年公司积极布局搭建依托 AI 人工智能和大数据技术基础上的智慧教学平台、3.0 版交互式直播教学平台、教育私有云平台、新一代智能学习分析引擎, 网点与总部间的协同能力增强, 运营效率持续提升。20 年 Q1 公司销售费用率 22.2%/同比 +0.1pct, 管理费用率 17.1%/同比 +0.2pct, 研发费用率 8.6%/同比 +0.3pct, 财务费用率 4.5%/同比 +1.6pct, 毛利率 57.7%/同比 -0.6pct。

公司已形成重研发、强渠道、快响应的垂直一体化快速响应能力, 全品类产品结构对新增就业需求快速响应。疫情中展现较强招生能力, 预计 20-22 年 EPS 为 0.39/0.53/0.66 元, 可比公司 20 年 PE 均值 48 倍 (Wind)。公司为教育板块龙头, 各项培训业务、渠道网络布局全面, 考研、IT 等赛道快速增长, 给予 20 年 EPS 目标 PE68~76 倍, 目标价 26.52~29.64 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响较大; 招生进展较慢; 市场竞争加剧。

图表 54: 重点公司推荐表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601888.CH	中国国旅	92.68	买入	110.16-116.28	2.37	1.13	3.06	3.62	39.11	82.02	30.29	25.6
002607.CH	中公教育	26.12	买入	26.52-29.64	0.29	0.39	0.53	0.66	90.07	66.97	49.28	39.58
300144.CH	宋城演艺	30.27	买入	32.23-32.82	0.92	0.6	1.12	1.32	32.9	50.45	27.03	22.93

注: 交易日期截至 5 月 8 日, 以上重点公司推荐内容来自最新公司报告, 盈利预测均为华泰研究所预测;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 若海外疫情持续时间较长, 出境游需求恢复可能节奏缓慢, 出境游板块以及免税板块受到负面影响难以在短时间内消退。
- 2) 国内游恢复缓慢。国内疫情威胁尚在, 国内游需求仍受影响, 若国内游需求恢复缓慢, 景区/酒店板块业绩可能受到持续的负面影响。
- 3) 政策落地效果不佳。免税行业受政策影响较大, 市内免税店政策落地效果不佳可能拖累免税行业业绩。

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、梅昕、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林震宇、梅昕、孙丹阳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司