

# 中国零售 China Retail

## 社会服务行业 2022&1Q23 业绩总结：冬去春来，复苏起航 Winter Turns to Spring and Recovery Sets Sail

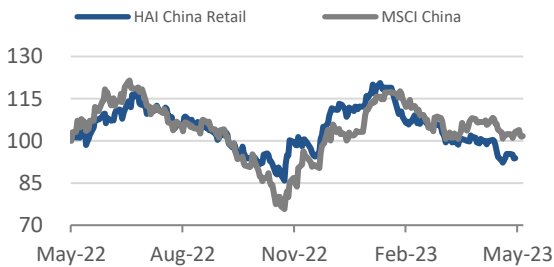
观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中国中免	Outperform	重庆百货	Outperform
小商品城	Outperform	海伦司	Outperform
珀莱雅	Outperform	力量钻石	Outperform
贝泰妮	Outperform	安克创新	Outperform
永辉超市	Outperform	奈雪的茶	Outperform
老凤祥	Outperform	富森美	Outperform
稳健医疗	Outperform	中青旅	Outperform
王府井	Outperform	家家悦	Outperform
泡泡玛特	Outperform	天虹股份	Outperform
中国黄金	Outperform	红旗连锁	Outperform
华熙生物	Outperform	步步高	Outperform
周大生	Outperform	雍禾医疗	Outperform
迪阿股份	Outperform	爱婴室	Outperform
丸美股份	Outperform		
孩子王	Outperform		
良品铺子	Outperform		

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**2022 年疫情压制子板块表现，1Q23 复苏起航。**2022 年，免税、餐饮、酒店、景区、出境游收入同比各降 20%、增 1%、降 7%、降 28%、降 49%；细分赛道普遍受到疫情较大影响。2022 年扣非归母净利润：免税、餐饮扣非归母净利润同比各降 49%、降 43%，酒店、景区、出境游板块亏损同比扩大。1Q23：除出境游因国际游恢复较慢出现亏损，免税、餐饮、酒店、景区板块均实现盈利。酒店、景区板块实现扭亏，免税、餐饮、酒店、景区板块扣非归母净利润各较 1Q19 增 44%、49%、10%、2385%。

**子板块分析：1Q23 各子板块景气上行。（1）免税：**①行业：1Q23 海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比 1Q22 分别 +15%、+27%、-10%。23 年五一，海南接待游客 320.4 万人次，较 19 年同期增 55.1%，海南离岛免税销售额 8.8 亿元。②中免：22 年收入、归母净利润有所下降，我们判断主因疫情反复、线下客流减少，公司有税销售占比提升，叠加海口国际免税城开办支出，公司盈利能力受到一定影响。1Q23 收入同比增加 24%，归母净利润同比减少 10%，我们判断主因人民币汇率下降短期压制毛利率。**（2）酒店：1Q23 开店质重于量，RevPAR 同比高增、景气兑现。**①1Q23 华住、锦江酒店、首旅酒店新开 262、195、210 家，同比增速 15%、12%、15%，相较 22Q4 未见显著提速。主要原因是疫情政策放松后，加盟商意愿仍在恢复过程中。截至 2023 一季度末，华住、锦江酒店、首旅酒店中高端品牌酒店数占比分别为 42%、56%、26%，环比提升持续，拓店质量提升、酒店结构改善。②1Q23 华住、锦江、首旅 RevPAR 各恢复至 2019 年的 118%、103%、92%，其中，ADR 分别较 2019 年同期增长 25%、17%、20%，同店 OCC 分别恢复到 2019 年同期的 94%、87%、79%。价恢复至疫情前、量较疫情前仍有缺口。**（3）餐饮：22 年同店承压，1Q 弹性释放。**①拓店分化：22 年奈雪、太二、肯德基、必胜客、特海门店各同比增 31%、29%、18%、12%、11%，海底捞、海伦司、九毛九西北菜处于调整阶段。②同店承压：22 年必胜客、肯德基、九毛九、海底捞、太二、奈雪、海伦司同店销售各同比降 6%、7%、11%、14%、22%、26%、34%。③限上餐饮高弹性修复：1Q23 餐饮、限上餐饮收入各恢复至 19 年的 114%、138%。**（4）人力资源服务：招聘需求复苏，数字化建设赋能业务增长。**2023 年疫情影响减弱，招聘需求逐渐恢复。随着经济逐步修复及招聘旺季到来，我们认为人服市场有望加速复苏。①科锐国际：业务高速增长长期，22 年技术总投入 1.8 亿元同比增 52.4%，数字化建设赋能业务增长。②北京城乡：合并北京外企落地。标的公司（北京外企）的业绩承诺为：若交易于 2023 年实施完毕，2023-25 年归母净利润不少于 5.2、5.9、6.6 亿元。



资料来源：Factset, HTI

### Related Reports

重视黄金珠宝板块投资机会（Focus on gold and jewelry sector investment opportunities）(11 Apr 2023)

Presentation: 东方甄选 3 月总结：节后持续复苏，大湾区专场总 GMV 破亿（Oriental Selection's March Summary: Continued Recovery after the Holiday, the Total GMV of the Special Session in the Greater Bay Area Broke Rmb100 Million）(7 Apr 2023)

2023 年一季报前瞻：复苏仍在爬坡期，关注业绩兑现确定性（1Q23 Foresight: Recovery still in Climbing Period, Focus on Performance Delivery Certainty）(3 Apr 2023)

汪立亭 Liting Wang  
litng.wang@htisec.com

李宏科 Hongke Li  
hongke.li@htisec.com

许樱之 Yingzhi Xu  
yingzhi.xu@htisec.com

张若白 Ruobai Zhang  
rb.zhang@htisec.com

**(5) 景区演艺：修复性反弹有望持续。**1Q23 景区类上市公司业务出现修复性反弹。宋城演艺、中青旅、天目湖游客量基本恢复或超过疫情前水平，1Q23 收入各增 175%、20%、114%，宋城演艺、天目湖实现盈利，中青旅亏损收窄。

**1Q23 基金持仓分析。**社服行业持仓比例 0.33%，环比下降 0.05pct，同比持平，高于股票市场标准行业配置比例 0.17pct。持仓总市值：A 股方面，中国中免 150.88 亿元居首，锦江酒店、宋城演艺分别以 69.70、29.71 亿元分居第二、第三。持仓市值/流通市值：锦江酒店、科锐国际、首旅酒店占比各 12.12%、9.77%、9.19%。

**投资建议：把握景气度上行趋势。**①**免税：**中免毛利率受汇率扰动影响短期承压，全年看毛利率仍有提升空间；4Q 门店扩容+新品牌入驻有望带动销售提升。②**酒店：**2Q 商务活动频繁，叠加五一效应，景气度预计拐点向上；3Q 传统旺季以及 4Q 低基数，行业修复有望实现高确定性。③**餐饮：**2Q 气温转暖叠加多个节假日，外出意愿上行，餐饮作为伴生需求将有二次复苏机会。④**人服：**随着经济逐步修复及招聘热季到来，2-3Q 有望迎来复苏加速拐点。⑤**景区演艺：**景区演艺项目具有稀缺性，压抑的旅游需求有望带动行业修复。推荐：中国中免、王府井、华住集团-S、锦江酒店、九毛九、宋城演艺、天目湖、中青旅，关注首旅酒店、瑞幸咖啡、奈雪的茶、海伦司、众信旅游等。

**风险提示。**宏观经济下滑、疫情反复风险、宏观经济与居民消费力恢复不及预期。

## 目录

1. 行业 2022 年度及 2023 年一季度整体分析.....	6
1.1 收入表现: 2022 年疫情压制子板块表现, 1Q23 复苏起航.....	6
1.2 利润表现: 1Q23 多数子版块经营情况明显改善.....	6
2. 子板块分析: 1Q23 各子板块景气上行.....	8
2.1 免税: 1Q23 海南离岛免税销售额同比+14.6%, 五一海南客流热度高涨.....	8
2.2 酒店: 1Q23 开店质重于量, RevPAR 同比高增、景气兑现。.....	11
2.2.1 拓店: 加盟商意愿待回升, 开店结构质重于量.....	11
2.2.2 经营: RevPAR 同比高增长, 价格已超过疫情前水平.....	12
2.2.3 个股: 优质个股有望迎接公司效率改善与行业景气上行共振.....	15
2.3 餐饮: 1Q 弹性释放, 进入复苏通道.....	16
2.4 人力资源服务: 招聘需求复苏, 数字化建设赋能业务增长.....	21
2.5 景区演艺: 修复性反弹有望持续.....	22
3. 持仓分析及标的推荐.....	24
3.1 1Q23 基金持仓比例 0.33%, 中免、锦江、宋城重仓持仓总市值居于前三.....	24
3.2 重点公司持仓分析.....	25
4. 风险提示: .....	26

## 图目录

图 1 社服主要子板块扣非归母净利率 (%) (2021VS2022)	8
图 2 社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct, 2021VS2022)	8
图 3 社服主要子板块扣非归母净利率 (%) (1Q22VS1Q23)	8
图 4 社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct, 1Q22VS1Q23)	8
图 5 海南离岛免税购物金额及变动	9
图 6 海南离岛免税购物人次及变动	9
图 7 海南离岛免税购物客单价及变动	9
图 8 海南离岛免税购物转化率及变动	9
图 9 凤凰机场日均进出港航班 (次, 2020 年 1 月 1 日-2023 年 4 月 30 日)	9
图 10 美兰机场每日运送人次 (次, 2019、2021 年&20230101-0430)	10
图 11 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 变动 (% , 1Q17-1Q23)	13
图 12 3 大酒店集团经济型同店 RevPAR 变动 (% , 1Q20-1Q23)	13
图 13 3 大酒店集团中端同店 RevPAR 变动 (% , 1Q20-1Q23)	13
图 14 餐饮业收入规模及增速 vs 商品零售增速 (2020 年 12 月-2023 年 03 月)	16
图 15 餐饮业累计收入规模及增速 (2020 年 12 月-2023 年 03 月)	17
图 16 主要餐饮企业历年开店情况 (2016 年-2022 年)	17
图 17 2023 年 1-4 月均新增招聘帖数及较 19 年同期恢复度	22
图 18 2023 年 1-4 月均新增招聘公司数量及较 19 年同期恢复度	22
图 19 社服基金持仓及相对标准行业配置比例 (1Q13-1Q23)	24
图 20 中国中免基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26
图 21 广州酒家基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26
图 22 科锐国际基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26
图 23 宋城演艺基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26
图 24 锦江酒店基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26
图 25 首旅酒店基金重仓持股占流通股本 (% , 1Q21-1Q23)	26

## 表目录

表 1 主要子板块上市公司收入表现 (百万元) .....	6
表 2 主要子板块上市公司扣非归母净利表现 (百万元) .....	7
表 3 1Q23 华住开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 15%、8%、27%、8% .....	12
表 4 1Q23 锦江开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 14%、10%、9%、40% .....	12
表 5 1Q23 首旅开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 22%、8%、2%、35% .....	12
表 6 1Q23 华住季度同店 RevPAR .....	14
表 7 1Q23 锦江季度累计同店 RevPAR .....	14
表 8 1Q23 首旅如家季度同店 RevPAR .....	15
表 9 餐饮上市品牌经营与财务数据对比 (2022 年) .....	18
表 10 主要餐饮品牌外卖收入比例 (2019-2022) .....	18
表 11 主要自然景区客流量变动 (万人次, 2011-2022) .....	23
表 12 1Q23 基金社服前 8 重仓股 (按持仓总市值) .....	25
表 13 1Q23 基金社服前 8 重仓股 (按持仓占比) .....	25

## 1. 行业 2022 年度及 2023 年一季度整体分析

### 1.1 收入表现：2022 年疫情压制子板块表现，1Q23 复苏起航

2022 年，免税、餐饮、酒店、景区、出境游收入同比各降 20%、增 1%、降 7%、降 28%、降 49%；细分赛道普遍受到疫情较大影响。1Q23 免税、餐饮、酒店、景区、出境游收入同比各增 24%、增 28%、增 30%、增 61%、增 19%，各细分板块收入进入复苏轨道，较 1Q19 分别同比增 52%（因期间海南免税政策放开、经营环境不同）、增 33%（仅广州酒家、全聚德两家 A 股公司，样本较小）、降 11%、降 29%、降 94%（因出境游恢复节奏较慢）。（因 1Q23 港股业绩未披露，1Q22 餐饮数据不含海底捞、九毛九、海伦司、奈雪的茶、百胜中国；酒店数据不含华住）。

表1 主要子板块上市公司收入表现（百万元）

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022	123
免税	中国中免	16782	10868	11714	15068	67676	54433	20769
	同比增长	-7%	-38%	-16%	-17%	29%	-20%	24%
餐饮		1385	1111	2656	1350	6446	6502	1779
	同比增长	8%	-9%	13%	-15%	20%	1%	28%
	海底捞					41112	31039	
	九毛九					4180	4006	
	广州酒家	747	676	1917	772	3890	4112	920
	全聚德	1	113	23	154	948	719	320
	同庆楼	424	321	502	423	1608	1670	540
	海伦司					1836	1559	
	奈雪的茶					4297	4292	
	百胜中国	16937	15251	37863	28782	9853	9569	
酒店		3596	3918	4666	4259	17770	16439	4674
	同比增长	-1%	-20%	-1%	-5%	15%	-7%	30%
	首旅酒店	1212	1118	1507	122	153	089	1656
	锦江酒店	2322	2721	3052	2913	11339	11008	2922
	华住集团-S	2681	3382			12785	13862	
	君亭酒店	62	79	107	94	278	342	96
景区		1954	1834	3462	2253	13186	9504	3147
	同比增长	-15%	-51%	-11%	-31%	19%	-28%	61%
	中青旅	1381	1481	1952	1602	8635	6417	1658
	宋城演艺	8	26	76	70	1185	458	234
	黄山旅游	129	85	386	200	895	800	338
	峨眉山 A	149	83	125	75	629	431	238
	三特索道	58	48	118	32	435	256	160
	长白山	21	7	133	34	193	195	70
	丽江旅游	42	37	177	60	358	317	180
	张家界	10	17	81	24	199	132	64
	桂林旅游	22	18	59	30	239	129	86
	天目湖	6	3	54	16	419	369	120
出境游		181	135	244	267	1624	820	215
	同比增长	-46%	-75%	-38%	-28%	-49%	-49%	19%
	凯撒旅游	122	69	95	34	940	320	77
	众信旅游	59	67	149	232	684	501	138

资料来源：Wind, HTI

### 1.2 利润表现：1Q23 多数子版块经营情况明显改善

2022 年，免税、餐饮扣非归母净利润同比各降 49%、降 43%，酒店、景区、出境游板块亏损同比扩大；我们判断主因 22 年疫情持续、多地散发，相关业务板块受损加重。1Q23 除出境游因国际游恢复较慢出现亏损外，免税、餐饮、酒店、景区板块均

实现盈利，其中，免税、餐饮板块扣非归母净利润同比降 10%（主因汇率影响，详见下文中中国中免部分）、增 600%（主因基数较低），酒店、景区板块实现扭亏；免税、餐饮、酒店、景区板块利润分别较 1Q19 增 44%（同前文，经营环境变化）、49%（同前文，样本较小）、10%、2385%（1Q19 基数较低）。（因港股业绩尚未披露，1Q23 餐饮数据不含海底捞、九毛九、海伦司、奈雪的茶、百胜中国；酒店数据不含华住）。

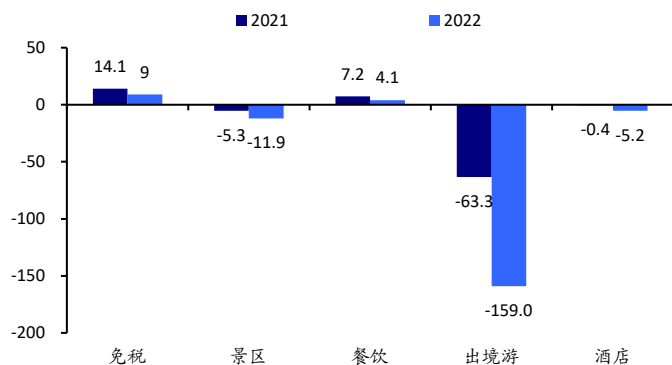
表2 主要子板块上市公司扣非归母净利润表现（百万元）

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022	1Q23
免税	中国中免	2559	1369	656	318	9534	4902	2296
	同比增长	-10%	-44%	-79%	-72%	60%	-49%	-10%
餐饮		19	-112	447	-89	465	265	134
	同比增长	-10%	-664%	18%	-295%	37%	-43%	600%
	海底捞					-2512	79	
	九毛九					339	45	
	广州酒家	51	-2	410	18	526	477	66
	全聚德	-50	-104	-22	-109	-187	-286	7
	同庆楼	18	-6	60	3	125	75	61
	海伦司	0				-36	-1513	
	奈雪的茶					-161	-395	
	百胜中国	635	557	1463	369	2308	3078	
酒店		-474	-197	177	-358	-80	-852	143
	同比增长	-35%	-174%	2%	12%	3%	-968%	130%
	首旅酒店	-259	-176	39	-277	11	-674	48
	锦江酒店	-218	-30	128	-85	-122	-204	92
	华住集团-S	-630	-350			-465	-1821	
君亭酒店	3	9	10	4	31	25	3	
景区		-341	-418	192	-565	-704	-1133	196
	同比增长	-65%	-406%	438%	2%	7%	-61%	158%
	中青旅	-120	-95	31	-234	11	-18	-7
	宋城演艺	-40	-59	125	-63	268	-37	56
	黄山旅游	-87	-85	105	-115	-51	-182	60
	峨眉山 A	1	-67	-22	-66	6	-154	69
	三特索道	-30	-37	10	-108	-242	-165	43
	长白山	-34	-38	45	-32	-62	-60	-4
	丽江旅游	-29	-30	70	-31	-33	-20	56
	张家界	-67	-58	-29	-117	-144	-271	-32
桂林旅游	7	-6	-41	-111	-220	-293	-12	
天目湖	-22	-34	54	15	43	12	17	
出境游		-126	-143	-143	-893	-1028	-1304	-82
	同比增长	29%	12%	23%	-77%	54%	-27%	35%
	凯撒旅游	-67	-118	-91	-772	-570	-1048	-43
众信旅游	-58	-25	-52	-121	-458	-256	-39	

资料来源：Wind，HTI

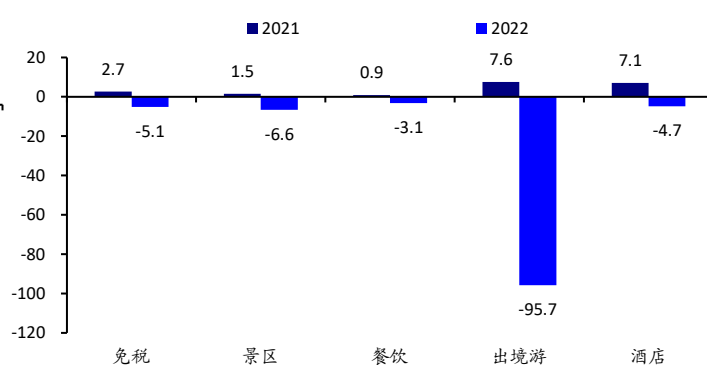
盈利能力方面，2022 年免税、景区、餐饮、出境游、酒店扣非归母净利率同比变动各-5.1、-6.6、-3.1、-95.7、-4.7pct，分别为 9.0%、-11.9%、4.1%、-159.0%和-5.2%。

图1 社服主要子板块扣非归母净利润率(%) (2021VS2022)



资料来源: Wind, HTI

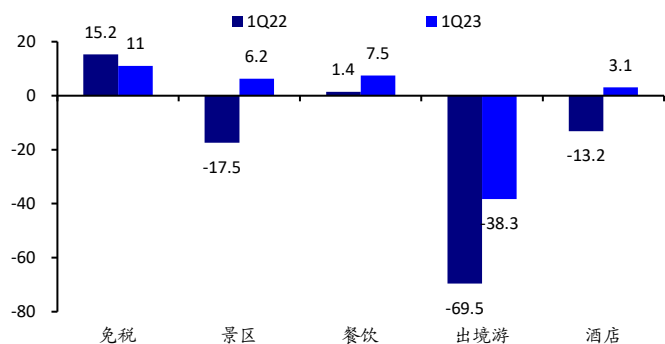
图2 社服主要子板块扣非归母净利润率变动(pct, 2021VS2022)



资料来源: Wind, HTI

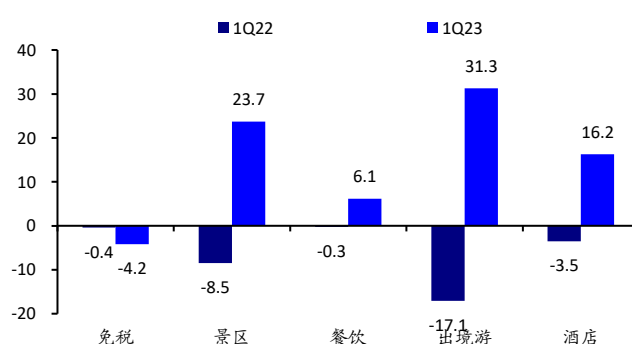
1Q23 多数子板块扣非归母净利润率回升。免税、景区、餐饮、出境游、酒店扣非归母净利润率同比变动各-4.2、+23.7、+6.1、+31.3、+16.2pct, 分别为 11%、6.2%、7.5%、-38.3%和 3.1%。

图3 社服主要子板块扣非归母净利润率(%) (1Q22VS1Q23)



资料来源: Wind, HTI

图4 社服主要子板块扣非归母净利润率变动(pct, 1Q22VS1Q23)



资料来源: Wind, HTI

## 2. 子板块分析: 1Q23 各子板块景气上行

### 2.1 免税: 1Q23 海南离岛免税销售额同比+14.6%, 五一海南客流热度高涨

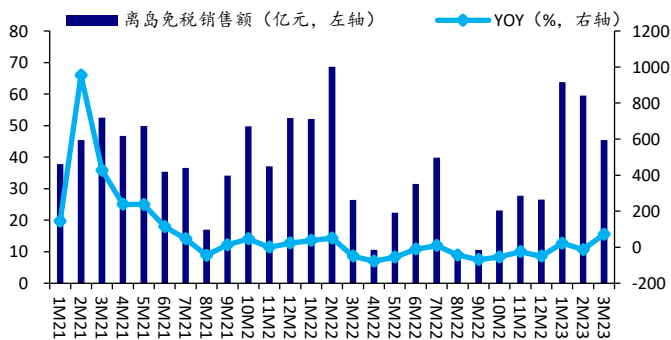
**1Q23 海南离岛免税销售额同比+14.64%。**据海口海关, 1Q23 海南离岛免税销售额 168.7 亿、购物人次 223.6 万, 据此计算 1Q23 海南离岛免税客单价 7544.7 元。1Q23 海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比 1Q22 分别+14.6%、+27.2%、-9.9%。据海口海关, “即购即提”新提货方式落地(4月1日)实施两周, 15类商品中已有14类被旅客选择, 销售金额达 1.9 亿元, 占到全岛同期销售金额的 8.7% (据此计算, 4 月前两周海南离岛免税销售额 21.6 亿元); 41 名旅客“担保即提”免税商品 41 件, 价值 318 万元。

**23 年五一海南离岛免税销售额 8.8 亿元。**据海南发布, 五一假期海南省接待游客 320.4 万人次, 旅游总收入 42.3 亿元, 较 19 年同期分别增长 55.1%、178.8%。据中新网援引海南机场集团, 五一假期期间, 海南三大机场航班起降约 4458 架次, 旅客吞吐量 70 万人次, 同比 2019 年分别增长 22%、26%, 大幅超过疫前同期水平。琼州海



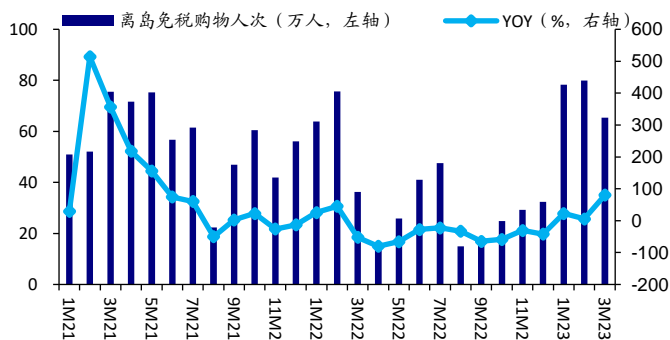
峡累计运送过海旅客 43 万人次，运输过海车辆 10.5 万辆，同比分别增长 117.5%、60.1%。据观察者网援引海口海关，五一假期海口海关监管离岛免税销售金额 8.8 亿元，免税购物人数 10.9 万人次，客单价 8100.9 元。

图5 海南离岛免税购物金额及变动



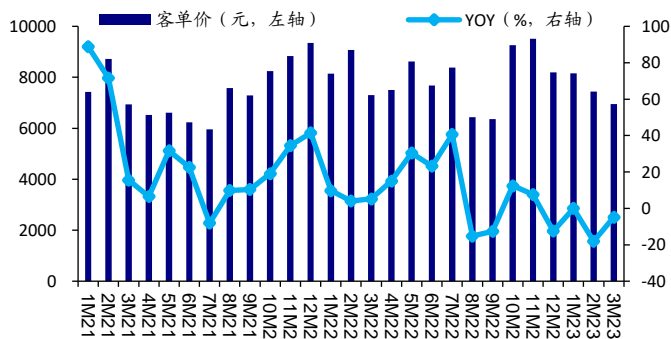
资料来源: Wind, HTI

图6 海南离岛免税购物人次及变动



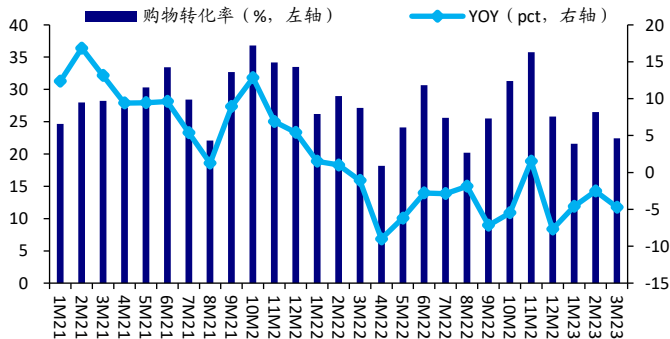
资料来源: Wind, HTI

图7 海南离岛免税购物客单价及变动



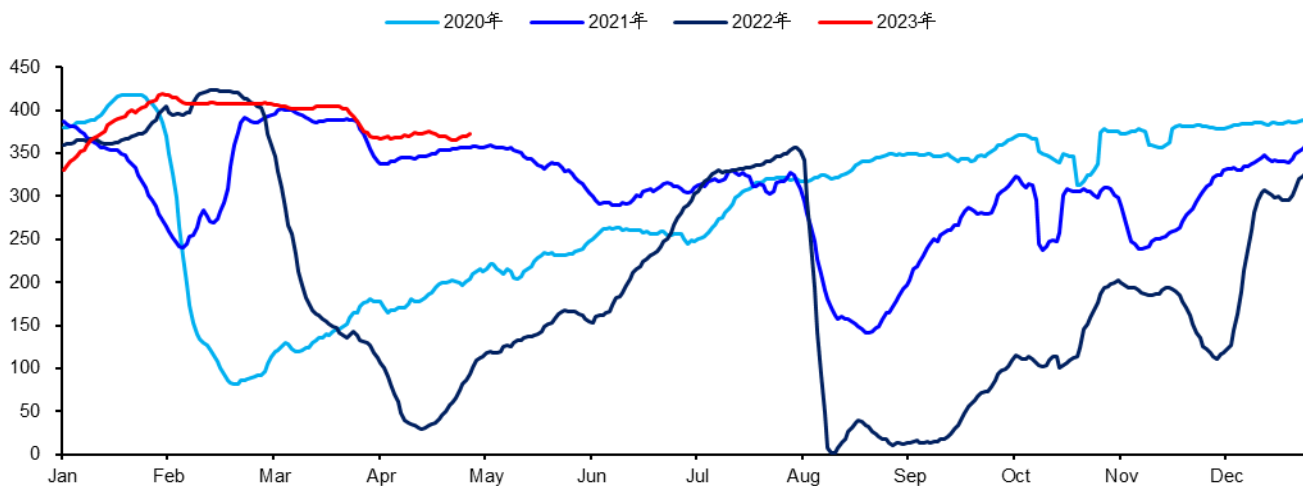
资料来源: Wind, HTI

图8 海南离岛免税购物转化率及变动



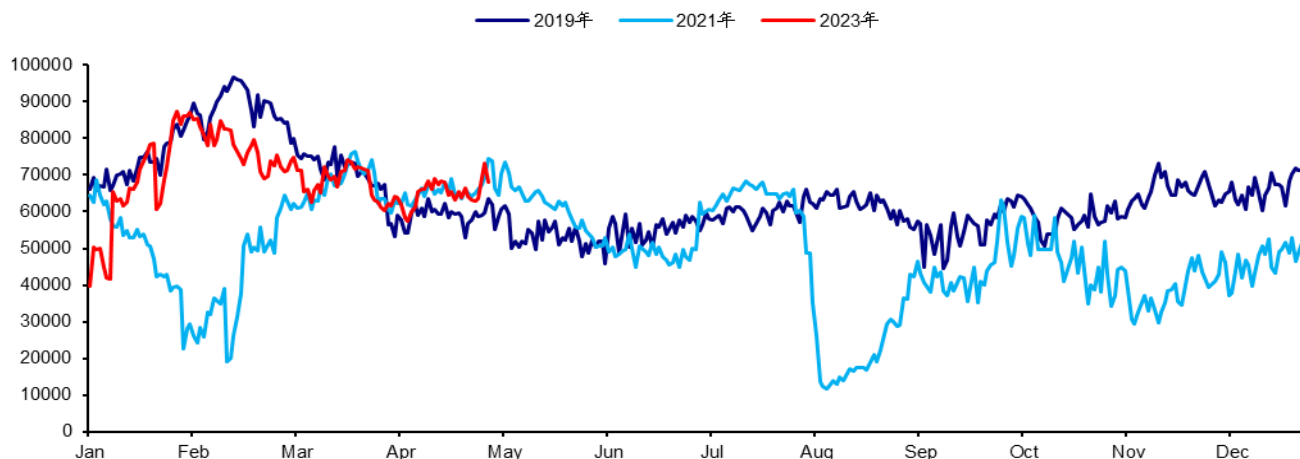
资料来源: Wind, 海南省统计局, HTI

图9 凤凰机场日均进出港航班（次，2020年1月1日-2023年4月30日）



资料来源: FlightAware, HTI

图10 美兰机场每日运送人次（次，2019、2021年&amp;20230101-0430）



资料来源：美兰国际机场官方新浪微博，HTI注：部分日期未披露，选择用直线连接数据点以使折线连续。

**(1) 中国中免：**①**2022年：**营业收入 544.3 亿元，同比减少 19.6%，毛利率 28.4%，同比减少 5.3pct，归母净利润 50.3 亿元，同比减少 47.9%。分业务看，2022 年免税业务毛利率 39.4%，同比增长 1.6pct，有税业务毛利率 17.4%，同比增减少 7.2pct。2022 年公司营业收入、归母净利润同比有所下降，我们判断主因 2022 年全国疫情反复、线下客流减少，公司有税销售占比提升，叠加海口国际免税城开办支出，公司盈利能力受到一定影响。②**4Q22：**营业收入为 150.7 亿元，同比减少 17.1%；归母净利润为 4.0 亿元，同比减少 65.5%。公司 4Q22 毛利率为 21.0%，同比减少 5.5pct，环比减少 3.7pct。我们判断 4Q22 毛利率环比下降主因疫情冲击导致线上业务占比提升。③**1Q23：**收入 207.7 亿，同比增加 23.8%，环比增加 37.8%；毛利率 29.0%，同比下降 5.0pct，环比 4Q22 提升 8.0pct。1Q23 公司归母净利润 23.0 亿，同比减少 10.2%；归母净利率 11.1%，同比下降 4.2pct。

**全渠道扩张业务布局。**①**海南：**旗下世界最大的单体免税店海口国际免税城开业；海棠湾一期 2 号地项目推进；与太古地产合作开发海棠湾三期项目；海南国际物流中心二期项目提前交付。②**境外：**新增 DUTY ZERO 铜锣湾店和中环店 2 家中国香港零售网点，中标 2 家邮轮免税店经营权，柬中免实现国人不出境即可购买 3 家市内免税商品的重大政策突破。③**口岸：**成功中标杭州萧山机场、成都双流机场、徐州观音机场、广西东兴口岸、上海港国际客运站等免税店经营权。

**人民币汇率下降致 1Q23 毛利率短期承压。**1Q23 公司毛利率同比下降 5pct，我们判断主因公司采购业务多以外币结算，商品采购至售出需要一定时间，美元兑人民币在 4Q22 达到高点，导致公司采购成本上升、1Q23 商品销售业务毛利率受此影响下降。我们测算 1Q23 美元汇率上升（人民币汇率下降）使中免毛利率下降 4pct，剔除汇率影响后，公司 1Q23 毛利率同比-1pct，保持稳健。我们判断 2Q23 公司仍有部分售出商品采购于 4Q22，2Q23 毛利率仍受到汇率一定影响。

**短期汇率扰动不改龙头长期价值。**我们认为公司 1Q23 毛利率因汇率影响下降、进而导致归母净利润下降为短期因素、无损公司作为免税龙头的长期价值：①**行业：**我们认为，在扩内需、促消费大背景下，免税行业的蓬勃发展有利于引导海外消费回流，刺激中高端消费，带动旅游购物与国际接轨，中国中免作为免税行业龙头在其发挥着重要作用。②**门店扩容：**随着门店承载力（海棠湾一期 2 号地项目&中免与太古里合作打造海棠湾三期）的释放，门店服务有望更精准细化，免税购物转化率、客单价有望提升。③**供应链升级：**公司持续强化采购、仓储、物流和数字化建设，供应

链效率有望提升，龙头地位更加稳固。④**品牌升级**：LV 宣布即将于 23 年 9 月进驻三亚海棠湾，我们认为，公司重磅项目相继推出、客流和会员规模可观，有望持续吸引高端品牌入驻。

**(2) 王府井**：①**2022 年**：实现收入 108 亿元，同比下降 15.3%，剔除门店变动，同店下降 19.0%；归母净利润 1.9 亿元，同比下降 85.5%，主因闭店和租金减免影响，2022 年公司为租户和供应商减免租金和保底及相关费用 3.9 亿元；毛利率同比减 3.9pct 至 38.3%。摊薄每股收益 0.17 元，加权平均净资产收益率 1.0%，经营性现金流净额 16.4 亿元。②**1Q23**：实现收入 33.7 亿元，同比提升 1.6%。归母净利润 2.3 亿元，同比下降 39.8%，主因 1Q22 收购购物中心管理公司 12% 股权确认投资收益 3 亿。扣非归母净利 2.2 亿增 145%，为 1Q21 同期的 95%，复苏韧性强。毛利率同比增 1.9pct 至 42.8%。摊薄每股收益 0.20 元，加权平均净资产收益率 1.1%，经营性现金流净额 12.7 亿元。

**免税业态扬帆起航**。免税公司共计 780 人（含万宁一线员工）；持续开发新资源，丰富商品供应渠道，招商采购团队全年共深入对接 823 个免税品牌，涉及香化、精品、3C 数码、酒水、烟草、家居家用、儿童、食品保健品等 8 大业态 29 个细分品类。王府井国际免税港于 2023 年 1 月 18 日营业，到店客流同比大幅增长，离岛免税购物小程序“王府井海南免税线上商城”、赛特奥莱店跨境电商体验店和跨境电商小程序“WFJ 王府井全球购”均于 2023 年 1 月同期运营或上线。

**看好公司双轮驱动发展前景**。首商并表后公司规模优势进一步扩大，共经营 75 家门店，覆盖全国七大经济区域，是 A 股为数不多的全国化布局的百货公司，治理结构优化，业态布局上向购物中心和奥特莱斯方向进行创新。有税业务，1Q23 奥莱恢复显著，购物中心强韧性，百货转型店企稳回升；免税业务全新上线，1 月 18 日万宁店试营业，到店客流大幅增长，打造第二增长曲线。此外，2020 年以来，市内免税政策暖风频吹。我们认为，在政策的支持下，依靠自身强大的物业和品牌资源，公司有望在市内渠道取得亮眼表现。公司作为全国百货龙头，治理优化业态丰富，有税复苏弹性足，免税业务有序推进，看好公司有税+免税双轮驱动的发展前景。

## 2.2 酒店：1Q23 开店质重于量，RevPAR 同比高增、景气兑现。

### 2.2.1 拓店：加盟商意愿待回升，开店结构质重于量

**2022 年受疫情影响拓店承压，开店同比增长放缓**。2022 年华住(境内)、锦江酒店、首旅酒店新开店数量 1232、1328、879 家，同比增速 16%、13%、8%；剔除关店后，净增店各 705、947、67 家，同比增速 9%、9%、1%，增速较 2021 年均有所下降。

**2023Q1 开店质重于量，三大酒店集团中高端占比均环比提升**。2023Q1 华住、锦江酒店、首旅酒店新开店 262、195、210 家，同比增速 15%、12%、15%，相较 22Q4 未见显著提速。主要原因是疫情政策放松后，加盟商意愿仍在恢复过程中。截至 2023 一季度末，华住、锦江酒店、首旅酒店中高端品牌酒店数占比分别为 42%、56%、26%，环比提升持续，拓店质量提升、酒店结构改善。

**华住**：1Q23 新开店 262 家，净增店 53 家，净增房量 1.6 万间，渠道店 2304 家。

表3 1Q23 华住开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 15%、8%、27%、8%

	2020	2021	2022	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
新开店 (家)	1785	1532	1232	481	443	299	264	425	244	262
同比增长	32%	23%	16%	23%	23%	24%	21%	19%	16%	15%
净增店 (家)	1051	1037	705	341	361	162	183	225	135	53
同比增长	19%	16%	9%	15%	16%	16%	15%	13%	9%	8%
渠道店 (家)	2411	2571	2226	2788	2571	2226	2199	2274	2544	2304
渠道店/存量店	36%	33%	26%	38%	33%	28%	27%	27%	30%	27%
净增房量 (万间)	9.1	10.0	1.2	3.1	2.9	1.2	0.8	2.3	1.1	1.6
同比增长	17%	16%	2%	14%	16%	16%	12%	11%	8%	8%

资料来源: 华住各季经营数据快报 (2020-1Q23), HTI

锦江酒店: 1Q23 新开店 195 家, 净增店 111 家, 净增房量 0.8 万间, 渠道店 4240 家。

表4 1Q23 锦江开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 14%、10%、9%、40%

	2020	2021	2022	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
新开店 (家)	1842	1763	1328	485	497	232	352	361	383	195
同比增长	22%	19%	13%	20%	19%	17%	16%	14%	13%	12%
净增店 (家)	892	1207	947	370	418	144	218	276	309	111
同比增长	10%	13%	9%	12%	13%	12%	12%	10%	9%	8%
渠道店 (家)	5052	4760	4870	5149	4760	4870	4803	4526	4395	4240
渠道店/存量店	54%	45%	4%	51%	45%	45%	44%	40%	38%	36%
净增房量 (万间)	7.4	10.0	1.3	2.5	3.5	1.3	1.8	2.6	2.7	0.8
同比增长	9%	17%	1%	10%	11%	11%	10%	9%	8%	8%

资料来源: 锦江各季财报 (2020-1Q23), HTI

首旅酒店: 1Q23 新开店 210 家, 净增店 18 家, 净增房量-0.6 万间, 渠道店 1907 家。

表5 1Q23 首旅开店、净增店、净增房量增速 (ttm) 及渠道店占比存量店各 22%、8%、2%、35%

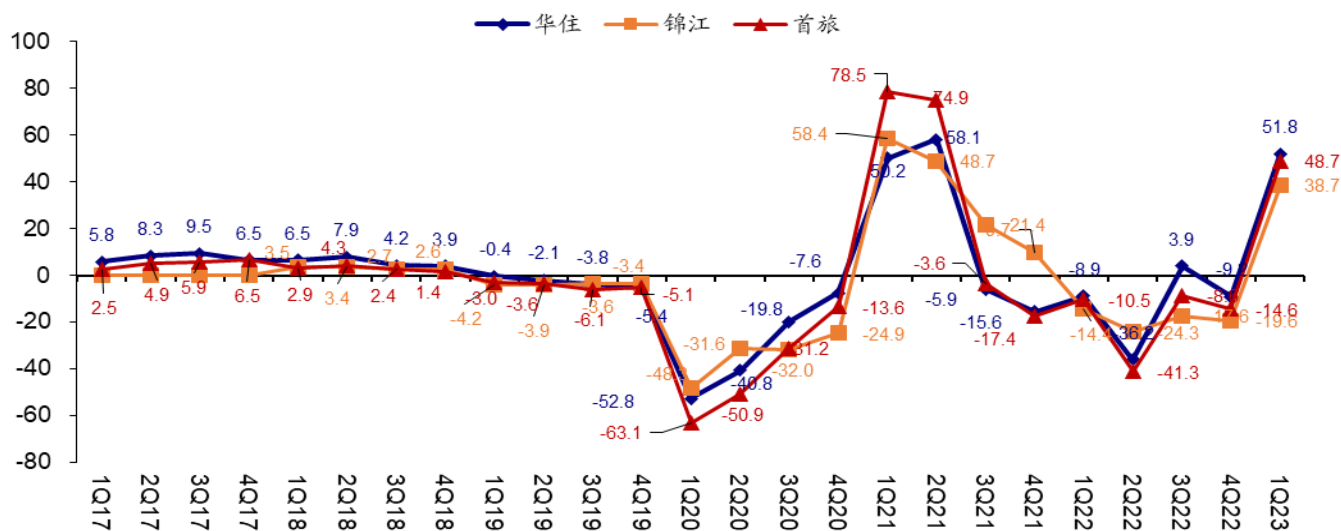
	2020	2021	2022	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
新开店 (家)	909	1418	879	325	585	190	152	279	258	210
同比增长	20%	15%	8%	26%	29%	29%	24%	22%	15%	15%
净增店 (家)	445	1021	67	223	461	77	-51	-54	95	18
同比增长	10%	11%	1%	18%	21%	20%	14%	8%	1%	0%
渠道店 (家)	1219	1418	2085	1838	1418	1827	1889	2046	2085	1907
渠道店/存量店	25%	24%	35%	34%	24%	30%	32%	35%	35%	32%
净增房量 (万间)	1.8	-14.0	-332	0.9	1.8	0.4	-0.6	-0.7	0.2	-0.6
同比增长	4%	-1%	-32%	9%	10%	9%	6%	2%	-2%	-4%

资料来源: 首旅各季财报 (2020-1Q23), HTI

## 2.2.2 经营: RevPAR 同比高增长, 价格已超过疫情前水平

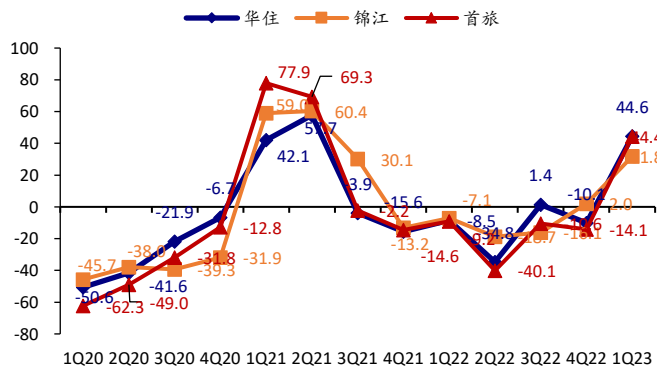
渡过拐点、景气兑现, 1Q23 酒店 RevPAR 同比高增。1Q23 华住、锦江酒店、首旅酒店同店 RevPAR 分别同比增长 52%、39%、49%, 环比转正且呈高速增长; 与疫情前 2019 年一季度相比, 分别恢复到 118%、103%、92%。分结构看, 华住、锦江、首旅中端 RevPAR 同比 57%、40%、57%, 恢复速度优于经济型的 45%、32%、44%。

图11 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 变动 (%，1Q17-1Q23)



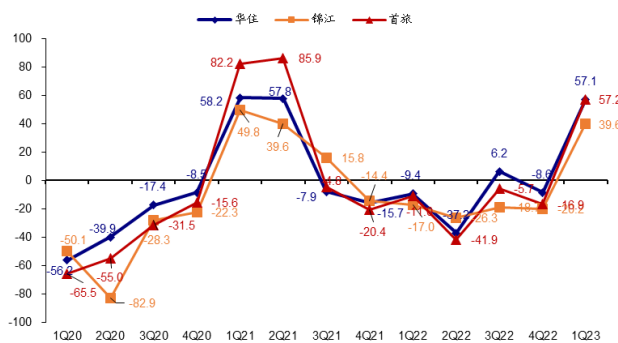
资料来源：各公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

图12 3 大酒店集团经济型同店 RevPAR 变动 (%，1Q20-1Q23)



资料来源：各公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

图13 3 大酒店集团中端同店 RevPAR 变动 (%，1Q20-1Q23)



资料来源：各公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

**华住：1Q23RevPAR 恢复至 2019 年同期的 118%。**1Q23 华住酒店 RevPAR 为 210 元，恢复至 2019 年同期的 118%；ADR 为 277 元，同比增长 24%，较 2019 年同期增长 25%；OCC 为 76%，同比增加 16pct，恢复至 2019 年同期的 94%。价格较疫情前双位数以上增长，入住率仍有小幅缺口。

表6 1Q23 华住季度同店 RevPAR

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
经济型	RevPAR	76	102	144	151	113	168	141	128	105	112	148	123	160
	增速 (%)	-50.6	-41.6	-21.9	-6.7	42.1	57.7	-3.9	-15.6	-8.5	-34.8	1.4	-10.1	44.6
	ADR	150	143	168	178	160	196	187	180	167	166	188	181	208
	增速 (%)	-16.2	-25.0	-15.7	-3.7	4.9	34.4	10.3	0.8	4.0	-16.0	-0.7	-1.0	21.3
中端	Occ	51%	72%	86%	85%	71%	86%	75%	71%	63%	68%	79%	68%	77%
	增速 (%)	-35.4	-20.4	-6.8	-2.7	18.4	12.7	-11.2	-13.8	-8.6	-19.5	1.6	-6.9	12.4
	RevPAR	108	169	238	243	176	272	225	208	164	173	242	196	263
	增速 (%)	-56.2	-39.9	-17.4	-8.5	58.2	57.8	-7.9	-15.7	-9.4	-37.2	6.2	-8.6	57.1
混合	ADR	259	252	298	311	278	336	323	312	289	281	322	301	344
	增速 (%)	-18.9	-24.2	-11.2	-3.4	7.0	32.3	7.2	-0.5	2.7	-16.4	-0.5	-3.8	18.0
	Occ	42%	72%	80%	78%	63%	81%	70%	67%	57%	62%	75%	69%	76%
	增速 (%)	-35.5	-20.4	-6.0	-4.3	20.4	13.1	-11.3	-12.0	-7.6	-20.4	4.7	-3.4	18.4
经济型	RevPAR	87	125	178	186	138	210	176	162	131	138	190	158	210
	增速 (%)	-52.8	-40.8	-19.8	-7.6	50.2	58.1	-5.9	-15.6	-8.9	-36.2	3.9	-9.2	51.8
	ADR	180	178	212	225	204	250	241	233	218	213	248	236	274
	增速 (%)	-17.9	-24.4	-13.5	-3.9	7.6	33.9	8.7	0.3	3.5	-16.7	-0.2	-2.0	20.8
中端	Occ	48%	70%	84%	82%	68%	84%	73%	69%	60%	65%	77%	72%	77%
	增速 (%)	-35.5	-19.4	-6.5	-3.3	19.2	12.8	-11.3	-13.1	-8.2	-19.9	3.0	-5.3	15.7

资料来源：华住各季财报（2020-1Q23），HTI

**锦江：1Q23 境内 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 103%。**1Q23 锦江酒店境内 RevPAR 为 148 元，恢复至 2019 年同期的 103%；ADR 为 239 元，同比增长 16%，较 2019 年同期增长 17%；OCC 为 62%，同比增 11pct，恢复至 2019 年同期的 87%。价格修复程度好于入住率。

表7 1Q23 锦江季度累计同店 RevPAR

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
经济型	RevPAR	64	70	79	87	71	89	93	89	68	75	78	92	93
	增速 (%)	-45.7	-38.0	-39.3	-31.9	59.0	60.4	30.1	14.6	-7.1	-18.7	-16.1	2.0	31.8
	ADR	170	150	148	150	135	148	151	151	144	159	158.9	157.0	168.9
	增速 (%)	-0.2	-5.1	-16.4	-13.9	-10.0	8.2	9.4	6.9	4.8	5.1	2.6	4.0	16.9
中端	Occ	38%	47%	53%	58%	52%	60%	60%	59%	47%	47%	47%	48%	55%
	增速 (%)	-31.6	-24.8	-39.3	-14.9	22.6	19.7	9.5	4.0	-6.0	-13.9	-11.0	-12.1	6.6
	RevPAR	106	134	157	169	153	173	171	162	124	126	138	134	174
	增速 (%)	-50.1	-82.9	-28.3	-22.3	49.8	39.6	15.8	-14.4	-17.0	-26.3	-18.7	-20.2	39.6
混合	ADR	257	236	239	242	235	246	246	245	234	238	243	246	264
	增速 (%)	-5.7	-32.5	-11.8	-10.0	-3.1	8.9	7.1	5.0	1.1	-2.2	-1.0	0.3	12.9
	Occ	41%	57%	66%	70%	65%	71%	69%	69%	53%	53%	57%	55%	66%
	增速 (%)	-36.6	-24.0	-15.1	-11.1	22.9	15.5	5.2	0.9	-11.5	-17.3	-12.4	-13.3	12.7
经济型	RevPAR	84	102	120	133	112	134	141	134	102	106	116	113	146
	增速 (%)	-48.3	-31.6	-32.0	-24.9	58.4	48.7	21.4	9.7	-14.4	-24.3	-17.6	-19.6	38.7
	ADR	213	197	201	205	191	201	246	215	201	210	214	216	236
	增速 (%)	-3.8	-1.1	-12.2	-10.1	-4.8	8.3	7.6	5.7	1.4	-0.5	0.1	3.3	17.3
中端	Occ	39%	52%	60%	65%	59%	66%	65%	62%	51%	51%	54%	52%	62%
	增速 (%)	-34.0	-23.0	-17.3	-12.7	23.4	17.9	-10.7	2.4	-9.3	-16.0	-11.8	-12.9	10.7

资料来源：锦江各季财报（2020-1Q23），HTI

**首旅：RevPAR 恢复至 2019 年同期 92%。**1Q23，首旅酒店 RevPAR 为 131 元，恢复至 19 年同期 92%；ADR 为 214 元，同比增长 23%，较 2019 年同期增长 20%；OCC 为 61%，同比增 12pct，恢复到 2019 年同期的 79%。

表8 1Q23 首旅如家季度同店 RevPAR

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
经济型	RevPAR	49	72	105	112	83	129	108	96	78	80	100	85	117
	增速 (%)	-62.3	-49.0	-31.8	-12.8	77.9	69.3	-2.2	-14.6	-9.2	-40.1	-10.6	-14.1	44.4
	ADR	138	126	148	154	141	171	166	156	147	151	155	151	177
	增速 (%)	-14.3	-25.4	-16.9	-2.6	1.0	34.1	11.1	0.6	3.5	-12.8	-7.9	-3.4	17.7
	OCC	35%	57%	71%	73%	59%	75%	65%	62%	53%	53%	65%	56%	66%
增速 (%)	-45.1	-31.5	-17.7	-8.5	25.5	15.7	-8.8	-11.0	-6.0	-22.0	0.0	-7.0	12.2	
中端	RevPAR	74	113	183	195	129	210	171	143	111	120	159	123	177
	增速 (%)	-65.5	-55.0	-31.5	-15.6	82.2	85.9	-4.8	-20.4	-9.0	-40.3	-4.2	-16.9	57.2
	ADR	260	227	270	284	246	297	286	252	230	235	256	236	285
	增速 (%)	-19.6	-32.2	-19.9	-8.2	-2.8	37.9	10.0	-5.3	-1.7	-17.5	-7.2	-7.8	22.4
	OCC	29%	50%	68%	69%	52%	71%	60%	57%	48%	51%	62%	52%	62%
增速 (%)	-38.0	-33.6	-14.6	-6.0	24.4	18.3	-9.3	-11.0	-4.4	-19.0	2.0	-5.7	13.7	
混合	RevPAR	54	81	123	131	95	150	126	108	88	92	118	96	134
	增速 (%)	-63.1	-50.9	-31.2	-13.6	78.5	74.9	-3.6	-17.4	-10.5	-41.3	-8.6	-14.6	48.7
	ADR	159	145	175	184	166	204	200	186	172	179	190	181	214
	增速 (%)	-16.1	-28.2	-17.5	-4.4	0.4	36.0	10.1	-0.4	0.9	-15.8	-6.7	-4.3	19.4
	OCC	34%	55%	70%	71%	57%	74%	63%	58%	51%	52%	62%	53%	63%
增速 (%)	-43.2	-31.9	-16.6	-7.6	25.0	16.4	-9.0	-11.9	-6.5	-22.4	-1.3	-6.5	12.3	

资料来源：首旅各季财报（2020-1Q23），HTI

### 2.2.3 个股：优质个股有望迎接公司效率改善与行业景气上行共振

#### (A) 华住：RevPAR 恢复优于行业，受益商旅出行高景气

2022 年全年实现收入 139 亿元，同比增长 8%；全年归母净利润-18 亿元，2021 年为-5 亿元，亏损扩大。2022Q4 实现收入 37 亿元，同比增长 11%，归母净利润-1 亿元，较 2021 年同期亏损收窄。

23Q1 华住 RevPAR 恢复到 2019 年的 118%，领先于锦江的 103%与首旅的 92%，随疫后商旅出行恢复，将持续受益于行业景气修复。

风险因素：开店进度不及预期，经济下行风险。

#### (B) 锦江酒店：三年改革见真章，看好 2023 年盈利释放

2022 年全年实现收入 110 亿元，同比下滑 3%；归母净利润 1 亿元，同比增长 19%。2022Q4 公司实现收入 29 亿元，同比下滑 3%；实现归母净利润 7159 万元，同比增长 1759%。2023Q1 公司实现营业收入 29 亿元，同比增长 25%；实现归母净利润 1 亿元，同比扭亏。

经公司测算，预计 2023 年第二季度境内、境外整体 RevPAR 恢复到 2019 年同期的 110-115%，经营维持高景气。

我们看好公司①中国区持续推进后台整合，有望实现中长期费用率下行、盈利能力释放；②背靠上海国资委，积极推动 GDR 发行，海外整合扩张有望持续。

风险因素：收购整合低于预期，开店进度不及预期，经济下行风险。

### (C) 首旅酒店：2023 年开店计划积极，品牌结构升级可期

2022 年全年实现收入 51 亿元，同比下滑 17%；全年归母净利润-6 亿元，同比转亏。2022Q4 实现收入 13 亿元，同比下滑 12%，归母净利润-3 亿元，较 21Q4 亏损扩大。2023Q1 公司实现营业收入 17 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比扭亏。

2023 年公司计划新开酒店 1500-1600 家，开店提速。

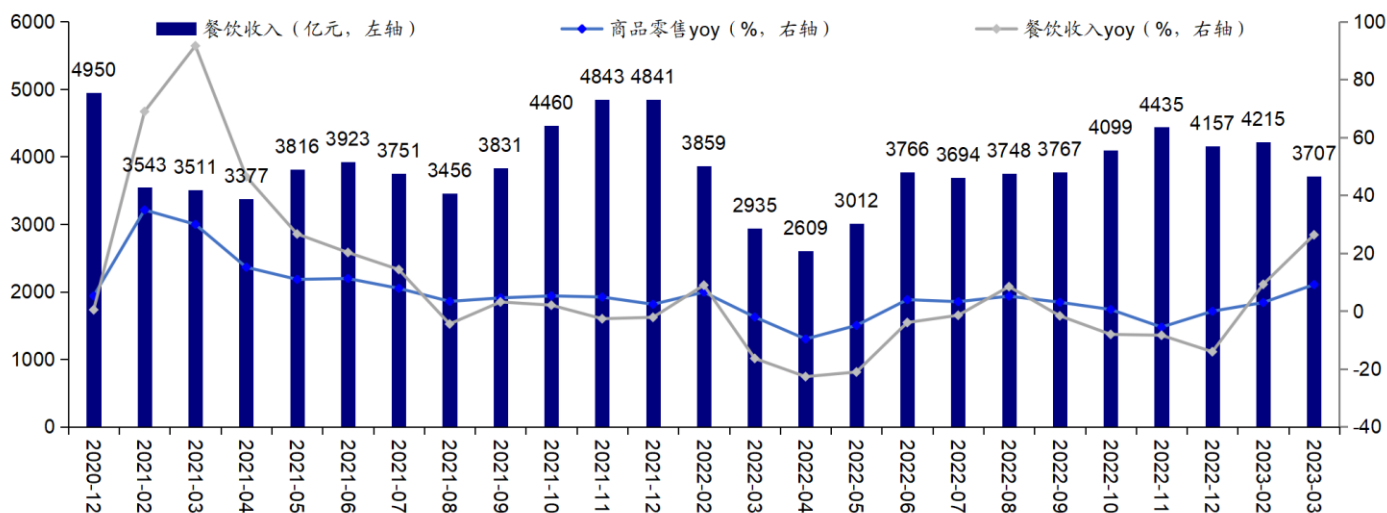
我们看好公司①有望扩充开发队伍，加大开发激励，展店加速。②高端酒店管理注入、逸扉模型有望逐步跑通背景下，中高端品牌矩阵丰富完善，带动公司酒店结构升级。

风险因素：门店扩张不及预期，经济下行风险。

## 2.3 餐饮：1Q 弹性释放，进入复苏通道

**1Q23 餐饮收入恢复至 2019 年 114%水平，限上餐饮高韧性&高弹性。**2022 年全年餐饮收入 4.4 万亿元，同比下降 6.3%，恢复至 2019 年 94.1%水平；限额以上企业餐饮收入 1.1 万亿元，同比下降 5.9%，较 2019 年增长 12.8%，整体韧性较强。1Q23 餐饮收入 1.2 万亿元，同比增长 13.9%，恢复至 2019 年 114.0%水平；限额以上企业餐饮收入 3065 亿元，同比增长 18.3%，恢复至 2019 年 137.7%水平，弹性高出大盘较多。

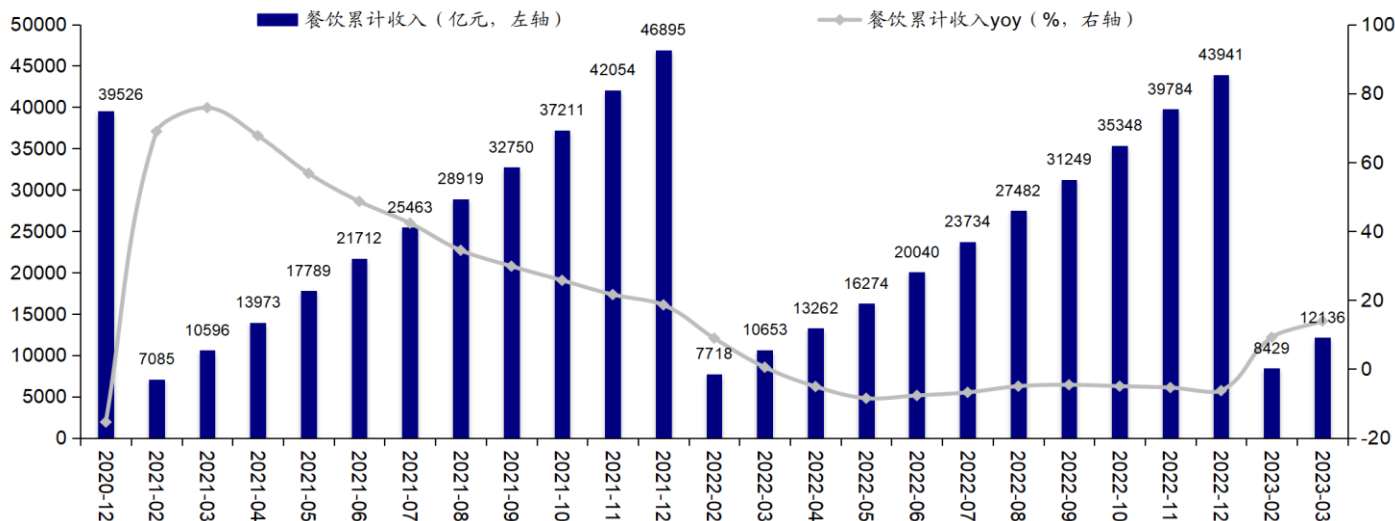
图14 餐饮业收入规模及增速 vs 商品零售增速（2020 年 12 月-2023 年 03 月）



资料来源：国家统计局社会消费品数据，HTI



图15 餐饮业累计收入规模及增速（2020年12月-2023年03月）



资料来源：国家统计局社会消费品数据，HTI

复盘 2022 年的餐饮企业，我们发现：

(1) 餐厅数量增长趋势分化：① 维持稳步拓店节奏：奈雪、太二维持稳定的拓店节奏，2022 年末门店数分别同比增长 30.7%、28.6%，2019-22CAGR 达 48.4%和 52.9%。② 低速稳健增长：特海国际、必胜客和肯德基开店速度稳健，2022 年末门店数分别同比增长 18.1%、12.1%、11.3%。③ 进入调整期：海底捞、海伦司、九毛九西北菜 2022 年末门店数分别同比增长 1.6%、降低 1.9%、降低 8.4%，处于调整阶段。

图16 主要餐饮企业历年开店情况（2016年-2022年）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	yoy	2016-19 CAGR	2019-22 CAGR
奈雪的茶(家)	-	44	155	327	491	817	1068	30.7%	-	48.4%
太二酸菜鱼(家)	13	28	65	126	233	350	450	28.6%	113.0%	52.9%
特海国际(家)	8	13	24	38	74	94	111	18.1%	68.0%	42.9%
必胜客(家)	2081	2195	2240	2281	2355	2590	2903	12.1%	3.1%	8.4%
肯德基(家)	5224	5488	5910	6534	7166	8168	9094	11.3%	7.7%	11.6%
海底捞(家)	168	260	442	730	1224	1349	1371	1.6%	63.1%	23.4%
海伦司(家)	-	101	162	252	351	782	767	-1.9%	-	44.9%
九毛九西北菜(家)	128	139	147	143	98	83	76	-8.4%	3.8%	-19.0%

资料来源：各公司招股书、历年财报，HTI 测算

(2) 经营相对承压：① 同店销售承压明显：2022 年，除特海国际同店销售增长 54%（主因 2022 年海外多个国家取消堂食限制），国内餐饮如必胜客、肯德基、九毛九、海底捞、太二、奈雪的茶、海伦司同店销售额分别同比下降 6%、7%、11%、14%、22%、26%、34%。② 盈利能力有一定分化，普遍处于亏损或中低个位数净利率水平：部分公司利润受疫情影响较大，海伦司经调净亏 2.4 亿元（21 年经调净利 1.1 亿元），奈雪的茶经调净亏 4.6 亿元（21 年经调净亏 1.5 亿元）；九毛九经调净利 0.7 亿元同比降 82%。但也有少数企业降本增效成果显著，如海底捞收入下降同比 15.5%，但经调净利达 13.7 亿元，实现较大幅度的扭亏为盈；百胜中国实现经调净利 44.1 亿元，经调净利润率维持在 6% 的较高水平，其经调净利降幅较大主因系 4Q21 重新计量杭州肯德基产生非现金收益 6.2 亿美元。

表9 餐饮上市品牌经营与财务数据对比（2022年）

	海底捞	特海国际	九毛九	太二	肯德基	必胜客	海伦司	奈雪的茶
<b>经营规模与经营指标</b>								
收入（百万元）	34741	3888	606	3108	49588	13504	1559	4292
同比增长（%）	-16	78	-20	-6	4	-7	-15	0
净利润（百万元）	1374	-287	69		4409		-240	-461
同比增长（%）	-	-	-82		-17		-	-11
翻台率	3.0	3.3	1.6	2.6	-	-	-	-
同比增长（%）	0	57	-16	-24	-	-	-	-
客单价（元）	105	176	55	77	-	-	-	34
同比增长（%）	3	-17	-7	-4	-	-	-	-18
同店销售增长率（%）	-14	54	-11	-22	-7	-6	-34	-26
<b>费用结构</b>								
原材料成本占收入比例（%）	37	35	39		31	32	36	33
人工成本占收入比例（%）	29	34	31		25	29	64	32
租金和折旧、摊销占收入比例（%）	10	15	13		-	-	26	22
水电开支占收入比例（%）	3	4	4		-	-	4	3
净利率（%）	4	-7	2		6		-16	-11

备注：百胜中国、特海国际根据 2022 年汇率换算为人民币；九毛九、百胜中国、海伦司的净利润、净利率为经调净利润、经调净利率；奈雪的茶同店数据取自深圳、上海、广州、武汉、西安、北京 6 座城市

资料来源：各公司 2022 年年度报告，HTI

**（3）外卖收入比重较 2019 年均有显著提升。**2022 年，除特海国际外卖收入因海外疫情放开、堂食恢复，同比下降 44%至 0.5 亿元，其他餐饮品牌外卖收入均实现大幅上升。其中，九毛九外卖收入 7.9 亿元，同比增长 26.7%；海底捞外卖收入 12.8 亿元，同比增长 81.4%。从外卖收入占比看，各餐饮品牌均实现同比提升，百胜中国、九毛九、海底捞、奈雪的茶外卖占比分别达 39%、19.7%、4.1%、46.3%，同比增加 7pct、2.0pct、2.4pct、9.5pct。我们判断，疫后随堂食逐步恢复，外卖占比或将有所回落。

表10 主要餐饮品牌外卖收入比例（2019-2022）

	海底捞	特海国际	九毛九	百胜中国	奈雪的茶
2019 年	1.7%	0.1%	8.0%	20%	17.3%
2020 年	2.5%	4.6%	21.4%	30%	31.9%
2021 年	1.7%	3.8%	17.6%	32%	36.8%
2022 年	4.1%	1.2%	19.7%	39%	46.3%

资料来源：海底捞、九毛九、百胜中国 2020-2022 年年度报告，特海国际招股说明书和 2022 年报，HTI

### 重点企业：

#### 一、海底捞：

2022 年收入 347.4 亿元，同比下降 15.5%；归母净利 13.7 亿元扭亏为盈（21 年净亏 41.6 亿元），摊薄 EPS 为 0.25 元。公司业绩变化原因：①疫情期间部分餐厅停业或暂停堂食，客流量减少；②“啄木鸟计划”导致 22 年 1 月至 8 月餐厅数目较 21 年同期减少。

海底捞收入结构上，①海底捞餐厅经营收入下降 22.9%至 289.4 亿元，其中大陆一线/二线/三线及以下城市各 51.5/113.4/114.7 亿元，同比降 33.3%/ 23.9%/ 19.4%，占比各 17.8%/39.1%/39.5%，同比减 2.7/减 0.5/增 1.7pct；港澳台地区 10.3 亿元同比增 28.2%，占比 3.6%同比增 1.5pct。②其他餐厅经营收入下降 27.0%至 1.4 亿元，占收入比例 0.5%，同比持平；外卖业务收入高增 103.3%至 12.8 亿元，占收入比例 4.1%，同

比增加 2.5pct；调味品及食材销售收入下降 0.9%至 6.6 亿元，占收入比例 2.1%，同比增加 0.4pct。外卖业务增速较快，主因覆盖城市及门店数量增加、线上销售渠道扩大，导致外卖订单大幅增加。

**海底捞经营数据。(1) 餐厅规模。**截止 22 年末，海底捞餐厅数量合计 1371 家，较 21 年末 1349 家净增 22 家，其中新开餐厅 24 家，48 家关停餐厅恢复营业，50 家餐厅因表现欠佳关停；大陆共 1349 家，其中一线、二线、三线及以下城市各 234、538、577 家，较 21 年末净减 14/增 16/增 18 家，港澳台地区 22 家，较 21 年末净增 2 家。**(2) 餐厅表现。**2022 年平均客单价 104.9 元，同比增长 2.5%；整体翻台率 3.0 次/天，同比持平。**(3) 同店经营。**2022 年大陆一线、二线、三线及以下城市同店日均销售额各 7.9、7.2、7.0 万元，同比降 12.6%、12.9%、9.0%，同店翻台率各 3.1、3.1、3.1 次/天，同比降 0.4、0.3、0.2 次/天；港澳台地区同店日均销售额 13.9 万元同比增 23.1%，同店翻台率 3.6 次/天，同比增加 0.6 次/天。

## 二、特海国际

2022 年收入 5.6 亿美元，同比增加 78.7%；归母净亏损 -0.4 亿美元（21 年归母净亏损 1.51 亿美元），摊薄 EPS 为 -0.07 美元。2H22 收入 3.1 亿美元，净利润 0.1 亿美元。公司业绩变化原因：①2022 年多个国家取消堂食限制，集团旗下餐厅恢复正常运营，客流量及翻台率回升。②餐厅网络较 2021 年进一步扩张。

特海国际收入结构上，①餐厅经营收入 5.5 亿美元，增加 84.3%，其中东南亚、东亚、北美洲、其他（澳大利亚与英国）占比及同比变动分别为：59.7%/+3.6pct、10.5%/-2.1pct、20.8%/-2.2pct、9.0%/+0.7pct。②外卖业务收入 0.07 亿美元，同比降低 44.2%。③其他（调味品与食材销售）营业收入 0.06 亿美元，同比增加 33.3%。社交限制的解除复苏线下就餐场景，外卖业务减少，餐厅经营收入增长推动总收入稳步回升。

**特海国际经营数据。(1) 餐厅规模。**2022 年底餐厅数量合计 111 家，2022 年新开门店 17 家，4 家先前休整中的餐厅复业，无餐厅关闭。分地区来看，东南亚、东亚、北美洲、其他（澳大利亚与英国）各 68、17、18、8 家，较年初各增加 13、0、2、2 家。**(2) 餐厅表现。**22 年累计接待顾客 0.2 亿人次，整体客单价 25.2 美元，同比降低 16.8%。整体平均翻台率、新开餐厅、非新开餐厅翻台率均为 3.3 次/天，与 21 年相比，新开餐厅、非新开餐厅翻台率分别上升 1.4/1.2 次/天，新开餐厅质量提升。**(3) 同店经营。**东南亚、东亚、北美洲、其他（澳大利亚与英国）同店日均销售额分别为 1.7、1.2、1.9、2.4 万美元，分别同比增长 41.5%、65.3%、54.1%、70.4%，同店翻台率各为 3.5、3.3、3.1、3.4 次/天，分别同比增加 1.2、1.1、1.0、1.3 次/天。

## 三、九毛九：

2022 年，公司收入合计 40.1 亿元，同比下降 4.2%；店铺层面经营利润 5.2 亿元，同比下降 36.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比下降 85.5%，经调整净利润 0.7 亿元，同比下降 81.8%。2022 年九毛九受到疫情持续影响，业绩下滑主因：①部分餐厅暂停堂食平均达 38 天，1H/2H 产生收入损失各 5.9/7.8 亿元；②1H/2H 外汇亏损各 0.2/0.6 亿元。

**怂火锅同店销售增长 6.4%，经营层面减亏。(1) 收入结构，**太二、九毛九、其他品牌营业收入各 16/3/2 亿元，同比降 4%/降 23%/增 112%，占总收入比重分别为 77%/14%/9%，其中其他品牌收入占比同比增 5pct，主因怂火锅餐厅扩张、贡献收入增加；太二/九毛九/怂火锅同店销售各降 22%/降 11%/增 6%。**(2) 利润结构，**店铺层面经营利润太二、九毛九、其他品牌各 2.00/0.41/-0.03 亿元，同比降 41.6%/降 39.3%/降 49.5%，餐厅经营利润率各 12.4%/14.1%/-1.8%，同比减 8.0/减 3.9/增 5.8pct，其他品牌显著减亏，23 年有望迎来盈利拐点。

**九毛九经营数据。(1) 餐厅规模。**2022年九毛九餐厅旗下餐厅数量合计556家，较2021年470家增加86家；其中太二450家，较2021年350家增加100家；九毛九76家，较2021年83家减少7家；怱重庆火锅店餐厅27家，较2021年9家增加18家；那未大叔是大厨维持1家不变；赖美丽烤鱼维持2家不变。**(2) 餐厅表现。**①**太二：**客单价77元同比下降3.8%，翻座率2.6同比下降23.5%；②**九毛九：**客单价55元同比下降6.8%，翻座率1.6同比下降15.8%；③**怱火锅：**客单价128元同比下降0.8%，翻座率2.5维持不变；④**那未大叔是大厨：**客单价148元同比增长2.8%，翻座率2同比增长17.6%；⑤**赖美丽烤鱼：**客单价77元同比下降8.3%，翻座率2.7同比增长12.5%。

#### 四、百胜中国：

2022年总收入95.7亿美元，同比下降3%；营业收入91.1亿美元，同比增长2%；归母净利4.4亿美元，同比下降55%；经调整净利润4.5亿美元，同比下降15%。4Q22，公司总收入20.9亿美元，同比下降9%；归母净利0.5亿美元，同比下降89%；经调整净利润0.5亿美元，同比增长376%。归母净利降幅较大主因4Q21重新计量杭州肯德基产生非现金收益6.2亿美元。

**百胜中国经营数据。(1) 餐厅规模。**截至22年底，公司餐厅数量合计12947家，4Q/全年净增538/1159家，达成22年净增1000-1200家的开店目标。其中，肯德基9094家，4Q/全年净增419/926家；必胜客2903家，4Q/全年净增97/313家；其他品牌餐厅数量950家，4Q/全年净增22/减80家。**(2) 餐厅表现。**2022年，整体/肯德基/必胜客餐厅利润率为14.1%/15.7%/9.2%，分别增0.4pct/增0.8pct/减1.5pct。4Q22，整体/肯德基/必胜客餐厅利润率为10.4%/12.7%/1.9%，分别增2.9pct/增4.1pct/减4.0pct，整体提升主因生产力、运营效率提高及临时补贴，也存在部分被同店销售下降与原材料、工资、骑手成本上涨抵消。

#### 五、海伦司：

2022年收入15.6亿元，同比下降15.2%；受营销活动增加（1H主因宣传推广，2H主因关店及暂停营业导致库存积压）影响，毛利率为64%，同比下降4.6pct；经调净亏损2.4亿元，经调净利率-15.7%。收入及亏损情况均符合盈警指引。

**海伦司经营数据。**新老门店表现分化，调整后日销恢复明显。(1)单店：2022年单店平均日销0.7万元，同比下降23.9%；其中一线/二线/三线及以下城市酒馆平均日销各0.8/0.7/0.7万元；2019及之前/2020/2021/1H22/2H22新开酒馆平均日销各0.9/0.8/0.6/0.6/0.8万元。我们认为，2021年及1H22期间新开酒馆主要以二线及以下城市加密为主，表现相对较弱主因疫情使新店培育受阻及加密过度导致分流。随着公司战略调整，通过特许经营合作模式调动社会优质资源共同发展受影响更小的潜力市场，2H22新开门店表现已有所好转。(2)同店：2022年313间同店整体销售额同比下降34.2%，店均日销0.9万元，同比下降24.6%。

#### 六、奈雪的茶

2022年公司全年收入43亿元，同比持平，其中2H为22.5亿元，同比增3.5%；全年经调净亏损4.6亿元，亏损率10.7%。综合毛利率67%，同比下降0.4pct。公司预计奈雪的茶门店中短期内毛利率68%-69%，保持稳定。

**奈雪的茶经营数据。**2022年奈雪的茶品牌收入39.7亿元，同比下降2.4%。**(1) 单店：**日销约1.2万元，同比下降31.1%。其中，客单价34.3元，同比下降17.5%；日均单量348单，同比下降16.4%。参考近期龙井新品，公司仍采用单元素、多

SKU、混合价格带的上新策略来扩大消费者覆盖。(2) 门店: 2022 年底奈雪门店数 1068 间, 全年净增 251 间, 同比增长 30.7%。一类/二类店各 896 /172 间, 同比各增 178/73 间。一线/新一线/二线/其他城市一、二类总门店各 373 /357 /242 /96 间, 同比各增 93/75/55/28 间。

### 七、广州酒家:

2022 年, 公司实现收入 41.1 亿元, 同比增长 5.7%; 归母净利润 5.2 亿元, 同比下降 6.7%, 扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比下降 9.4%。1Q23 公司实现收入 9.2 亿元, 同比增长 23.1%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 31.9%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 29.8%; 摊薄 EPS 为 0.12 元, 加权平均净资产收益率 2.1%。

**广州酒家经营数据。(1) 2022 年食品业务增长韧性较强, 速冻食品销售规模逐步扩大。** ①月饼业务: 2022 年月饼系列产品收入 15.2 亿元, 同比下降 0.1%, 占主营业务收入 37.3%, 同比减少 2.3pct。产量 1.5 万吨, 同比下降 3.8%, 销量 1.4 万吨, 同比下降 3.8%, 产销率同比增加 0.1pct 至 97.8%; 库存量 203 吨, 同比下降 9.9%。平均单价 103.5 元/kg, 同比增长 3.8%; ②速冻食品: 2022 年速冻食品收入 10.6 亿元, 同比增长 24.7%, 产量 4.1 万吨 (+10.8%), 销量 4.1 万吨 (+17.2%), 平均单价 25.6 元/kg, 同比增长 6.4%; ③餐饮业务: 营业收入 7.6 亿元, 同比增长 5.1%, 占收入比例减少 0.1pct 至 18.7%。(2) 1Q23 公司实现月饼板块高增长, 餐饮板块加速回暖。广州酒家月饼系列营业收入 0.1 亿元 (+41.6%), 主要系公司馅料销售同比增长; 速冻食品系列营业收入 3.1 亿元 (+12.3%); 餐饮业由于疫情放开、消费好转的影响增速较大, 收入为 3.4 亿元 (+55.1%), 整体回暖趋势明显。

### 八、同庆楼

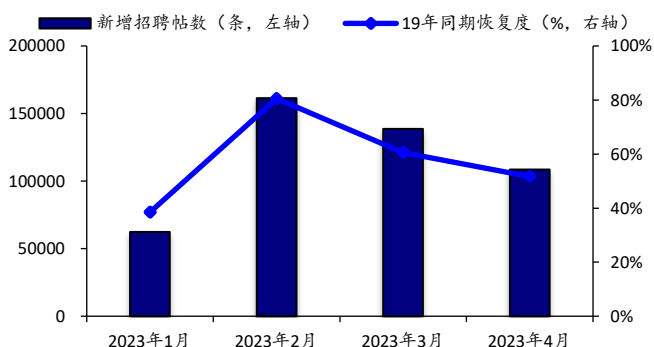
2022 年公司实现收入 16.7 亿元, 同比增长 3.9%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比下降 35.0%, 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比下降 40.5%。1Q23 公司实现收入 5.4 亿元, 同比增长 27.3%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 217.1%; 扣非归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 231.3%。

**同庆楼经营数据。** ①餐饮老店改造升级, 新店持续扩张。2022 年公司改造 7 家餐饮老门店, 其中 4 家停业改造, 另 1 家门店扩建 (无锡锡沪路店, 经营面积由 4529 平方米增至 23028 平方米), 2 家门店新开; ②食品业务拓展迅速, 销售费用同比上升。2022 年食品业务实现收入 9394 万元, 同比增长 522%。③1Q23 盈利能力明显改善, 食品业务拓展迅速。1Q23 受益于外界宏观环境的改善, 同庆楼的经营迅速恢复, 1Q23 毛利率达 24.9%, 同比增加 9.1pct, 1Q23 净利率 13.4%, 同比增加 8.0pct。

## 2.4 人力资源服务: 招聘需求复苏, 数字化建设赋能业务增长

2023 年疫情影响减弱, 招聘需求逐渐恢复。我们认为, 招聘行业与宏观经济趋势相关性较大, 23 年 4 月中央政治局会议指出: 2023 年以来经济发展呈现回升向好态势, 随着经济逐步修复及招聘热季到来, 我们认为人服市场有望加速复苏。

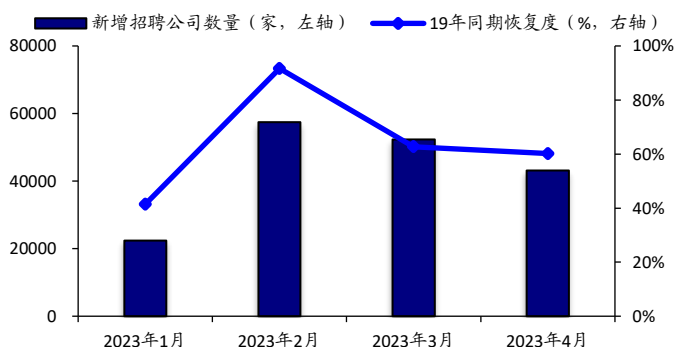
图17 2023年1-4月均新增招聘帖数及较19年同期恢复度



资料来源: Datayes, HTI

注: 我们判断, 因19年春节假期位于2月(23年位于1月), 春节是招聘淡季, 导致2月相较19年恢复程度较高。

图18 2023年1-4月均新增招聘公司数量及较19年同期恢复度



资料来源: Datayes, HTI

注: 我们判断, 因19年春节假期位于2月(23年位于1月), 春节是招聘淡季, 导致2月相较19年恢复程度较高。

**(1) 科锐国际:**

①**公司处于业务高速增长期:** 公司2022年实现收入90.9亿元, 同比增长29.69%; 毛利率9.7%, 同比下降1.8pct; 归母净利润2.9亿元, 同比增长15.1%。1Q23: 公司收入23.9亿元, 同比增长9.2%, 综合毛利率7.2%, 同比下降2.6pct, 我们判断主因疫后大规模感染叠加春节假期导致公司员工假期增多、成本相对上升; 归母净利润0.3亿元, 同比下降37%。

②**传统线下服务类业务增长强劲:** 公司传统线下业务营业收入同比增长29.5%, 其中灵活用工业务同比增长35.5%; 海外中高端业务同比增长20.3%。22年公司成功为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位近2万人, 灵活用工业务累计派出近37万人次, 同比增长18.3%。

③**拟收购 Investigo 37.5%股权:** 公司拟使用自有资金约6.6亿购买 Investigo 37.5%的股权, 交易后公司将持有其100%股权; 公司拟分别使用自有资金200/500万元于泰州/深圳设立全资子公司, 拓展业务范围。

④**数字化建设赋能业务增长:** 22年公司技术总投入1.8亿元, 同比增长52.4%; 22年底公司研发人员数量同比增长17.1%至397人, 围绕内部数字化建设和新技术产品化节奏要求持续推进。截止1Q23季末, 公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS技术平台触达各类客户2.8万余家, 同比增长59.5%, 运营招聘岗位16.2万余个, 同比增长90.9%, 链接生态合作伙伴1万余家, 同比增长43.1%; 公司持续在技术、数据、人工智能与信息安全上进行投入, 推进完成一系列信息安全基础设施建设, 开始进行数据治理, 积极推动GPT等大模型在内部试点。

**(2) 北京城乡: 合并北京外企落地。**4月8日, 北京城乡发布《北京市中伦律师事务所关于北京城乡商业(集团)股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之标的资产过户情况的法律意见书》, 截至2023年4月3日, 北京外企工商变更登记手续已办理完毕, 北京城乡已经合法持有北京外企100%股权; 截至2023年4月7日, 本次交易置出资产之城乡有限工商变更登记手续已办理完毕, 北京国管已合法直接持有城乡有限100%股权。标的公司(北京外企)的业绩承诺为: 若交易于2023年实施完毕, 2023-25年归母净利润不少于5.2、5.9、6.6亿元。

## 2.5 景区演艺: 修复性反弹有望持续

2022年疫情影响持续, 主要自然景区客流量同比下降。

表11 主要自然景区客流量变动（万人次，2011-2022）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
黄山旅游	274	301	275	297	318	330	337	338	350	151	167	140
同比增长 (%)	9.0	9.6	-8.7	8.2	7.1	3.7	2.1	0.3	3.6	-56.8	10.7	-16.6
峨眉山	260	277	223	287	331	330	319	330	398	185	257	172
同比增长 (%)	28.7	6.6	-19.4	28.6	15.3	-0.3	-3.3	3.2	20.8	-53.5	38.7	-33.1
丽江旅游	268	284	295	337	370	401	357	369	478	279	216	194
同比增长 (%)	38.5	6.0	3.9	14.4	9.6	8.5	-10.9	3.4	29.3	-41.7	-22.4	-10.3
中青旅	515	01	569	790	942	1150	1289	1172	1158	419	521	229
同比增长 (%)	-10.5	16.8	-5.3	38.9	19.3	22.1	12.0	-9.1	-1.2	-63.8	24.4	-56.1

资料来源：黄山旅游、峨眉山、丽江旅游、中青旅年报（2011-2022），HTI

**宋城演艺：**①疫后数据显著回升：**2022**：公司全年收入 4.6 亿，同比减少 61.4%，主因杭州等项目收入下降；整体毛利率 50.1%，同比下降 0.9pct，主因演艺业务波动及高毛利设计策划业务占比下降。**1Q23**：收入 2.3 亿，同比增加 174.8%，主因公司各景区顺利开园；毛利率 51.0%同比提升 8.8pct，主因景区运营重回正轨、收入提升幅度超过成本；归母净利润 0.6 亿，同比增加 256.3%，扣非归母净利润同比增加 238.3%。

②**2Q23 修复有望提速**：据公司公众号，五一假期全国各大千古情演出合计 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160%，可比口径下接待游客量和收入则分别恢复至 2019 年同期的 127%和 121%。得益于不断多元化的内容和持续的营销创新，各个景区市场占有率继续提升，很好适应了文旅需求的新变化、新趋势。我们判断，2Q23 需求持续修复有望带动公司恢复提速。

③**新项目持续推进**：上海项目升级改版：千古情项目强化江南之美、年轻力量、现代气息和海派文化，并准备推出面向儿童、夜游和商务客人的剧目内容。项目空间布局、游历路线优化，开拓地标性演出千古情+主题公园+多种剧院模式，预计 23 年暑期亮相。佛山项目：已完成建设，正在加紧排练，将在年内推出。

我们认为，短期公司业务有望受益于疫情后需求复苏和五一假期旅游需求释放；中期上海、佛山等项目落地有望释放增量；长期看，贵州、泰国等海外内扩张有望进一步打开公司成长空间。

**中青旅：**①疫后亏损收窄：**2022**：公司实现收入 64.2 亿元，同比下降 25.7%，毛利率为 16%，同比下降 2.5pct，归母净利润-3.3 亿元，主因疫情影响。**1Q23**：实现收入 16.6 亿元，同比增 20%，归母净利润-480.2 万元，同比减亏 1.1 亿元。

②**业务有序复苏，新项目持续推进**。22 年末乌镇客房超 3000 间，春节期间“乌镇年”活动火爆回归；古北水镇演绎项目 22 年末逐步恢复正常，3 月 17 日游船项目上线。春节期间，乌镇游客量日均三万人次左右，游客量基本恢复至 2019 年水平；古北水镇景区旗下酒店入住率超 90%，入园游览人数达 9 万人次。3 月 1 日濮院正式上线。1Q23 乌镇景区共接待游客 127.4 万人次，同比增长达 626.5%；乌镇公司实现营业收入 3.3 亿元，同比增长达 137.6%；实现净利润 3912.2 万元，扭亏为盈。古北水镇共接待游客 24.9 万人次，同比增长 19.6%；实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 10.4%；实现净利润-1287.6 万元，同比大幅减亏。我们认为，公司景区业务修复+新项目落地值得期待，此外，随境外游恢复，公司旅游产品业务有望减亏。

我们判断，随着线下客流逐步复苏，公司两大景区疫情后恢复可期，濮院异地复制效果值得关注。

**天目湖：**①疫后消费复苏助推收入恢复：2022：公司实现收入 3.7 亿元，同比下降 12.0%，毛利率为 36.2%，同比下降 13.8pct，归母净利润 0.2 亿元，2021 归母净利润 0.5 亿元，收入、归母净利润下降主因疫情影响。1Q23：实现收入 1.2 亿元，同比上升 114.3%，毛利率为 42.4%，同比增长 41.3pct，环比下降 3.1pct，归母净利润 0.2 亿元（1Q22 亏损 0.2 亿元），我们认为主要由疫情后消费复苏、春节免门票带动客流等因素带动。

②景区游览人次快速复苏：截至 3 月 20 日，天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约 50 万人次，分别恢复到 22 年、19 年的 226.2%、193.6%，接待游客数量远超疫情前。4 月 9 日，天目湖方所文化村开村，持续 25 天的品质生活季同步开幕，我们认为公司景区业务修复进程有望进一步加速。

③国资入股开启公司发展新篇章：3 月 10 日，控股股东孟广才拟以 3.6 亿元的价格转让其持有的 6.5%公司股份，溧阳市人民政府成为天目湖实际控制人。今年以来，溧阳市政府全力实施全域旅游提进工程，促进旅游产品再升级（如启动“百城百场”巡回推广活动、上线“有时溧阳”智慧文旅平台、发放文旅消费券等）。我们认为，实控人变更将进一步增强天目湖品牌的影响力与竞争力，全面打通消费渠道，激活消费市场，实现更高收入。

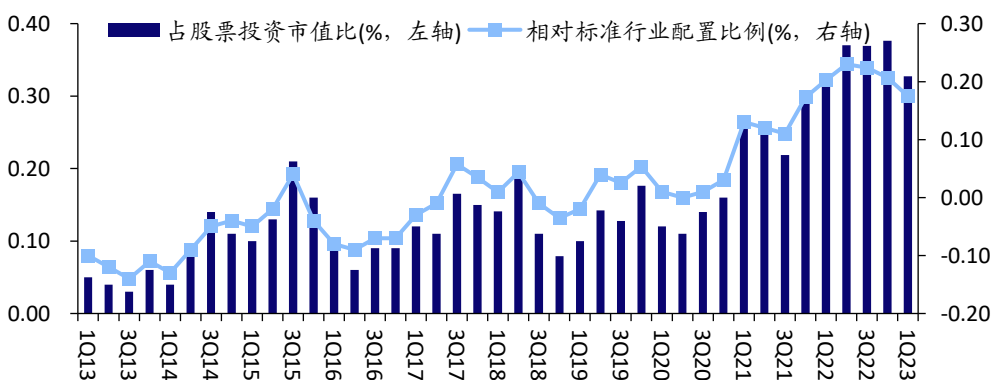
④产品持续升级扩容，开拓营收增量空间。2023 年，公司将继续深化景区酒店项目改造，持续推进山水园景区提档升级及夜游时间与内容扩充、推进南山小寨二期项目开工建设、平桥漂流项目的策划与实施、御水温泉三期项目前期准备、“动物王国”项目设计。我们认为，旅游产品持续迭代升级将进一步拉动流量增长，促进公司经营高质量发展。

### 3. 持仓分析及标的推荐

#### 3.1 1Q23 基金持仓比例 0.33%，中免、锦江、宋城重仓持仓总市值居于前三

基金 1Q23 社服行业持仓比例 0.33%，环比下降 0.05pct，同比持平，高于股票市场标准行业配置比例 0.17pct。

图19 社服基金持仓及相对标准行业配置比例（1Q13-1Q23）



资料来源：Wind, HTI



持仓总市值：A股方面，中国中免 150.88 亿元居首，锦江酒店、宋城演艺分别以 69.70、29.71 亿元分居第二、第三；环比 4Q22，中国中免、锦江酒店、宋城演艺各减少 153.23、减少 11.23、增加 6.6 亿元。

表12 1Q23 基金社服前 8 重仓股（按持仓总市值）

排序	1Q23			4Q22		
	股票代码	股票名称	持股总市值 (亿元)	股票代码	股票名称	持股总市值 (亿元)
1	3690.HK	美团-W	241.46	3690.HK	美团-W	339.61
2	601888.SH	中国中免	150.88	601888.SH	中国中免	304.11
3	600754.SH	锦江酒店	69.70	600754.SH	锦江酒店	80.93
4	300144.SZ	宋城演艺	29.71	600258.SH	首旅酒店	40.14
5	600258.SH	首旅酒店	22.96	300144.SZ	宋城演艺	23.11
6	9922.HK	九毛九	12.90	9922.HK	九毛九	18.45
7	300662.SZ	科锐国际	8.52	1579.HK	颐海国际	12.53
8	6862.HK	海底捞	6.39	300662.SZ	科锐国际	9.44

资料来源：Wind，HTI

持仓市值/流通市值：锦江酒店、科锐国际、首旅酒店占比较高，各为 12.12%、9.77%、9.19%；环比 4Q22，锦江酒店、科锐国际、首旅酒店各下降 3.05、0.08、5.93pct。

表13 1Q23 基金社服前 8 重仓股（按持仓占比）

排序	1Q23			4Q22		
	股票代码	股票名称	持仓占比 (%)	股票代码	股票名称	持仓占比 (%)
1	600754.SH	锦江酒店	12.12	600754.SH	锦江酒店	15.17
2	300662.SZ	科锐国际	9.77	600258.SH	首旅酒店	15.12
3	600258.SH	首旅酒店	9.19	301073.SZ	君亭酒店	12.91
4	300144.SZ	宋城演艺	7.98	300662.SZ	科锐国际	9.85
5	605108.SH	同庆楼	6.93	601888.SH	中国中免	7.21
6	9922.HK	九毛九	5.43	300144.SZ	宋城演艺	6.92
7	601888.SH	中国中免	4.22	9922.HK	九毛九	6.81
8	002707.SZ	众信旅游	3.68	1579.HK	颐海国际	4.85

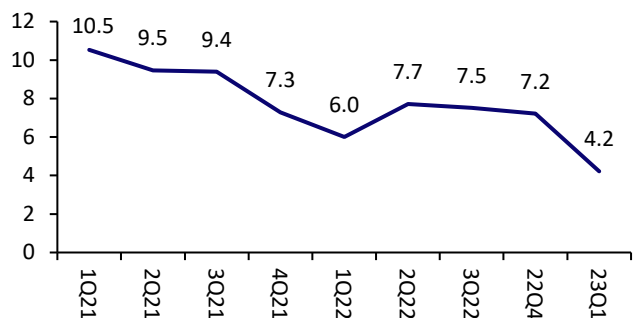
资料来源：Wind，HTI

### 3.2 重点公司持仓分析

**2023 年一季度社服个股持仓市值占流通股市值：**中国中免、广州酒家、科锐国际、锦江酒店、首旅酒店占比分别环比下降 3.0、0.2、0.1、3.1、5.9pct 至 4.2、0.3、9.8、12.1、9.2%；宋城演艺持仓市值占比为 8.0%，环比提升 1.1pct。

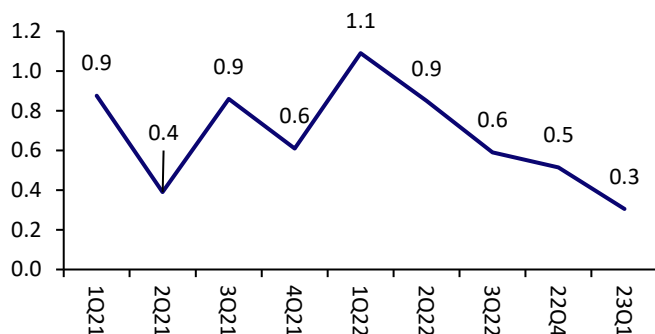
中国中免与广州酒家：

图20 中国中免基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

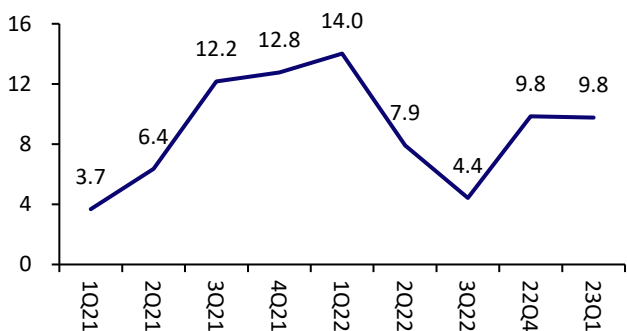
图21 广州酒家基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

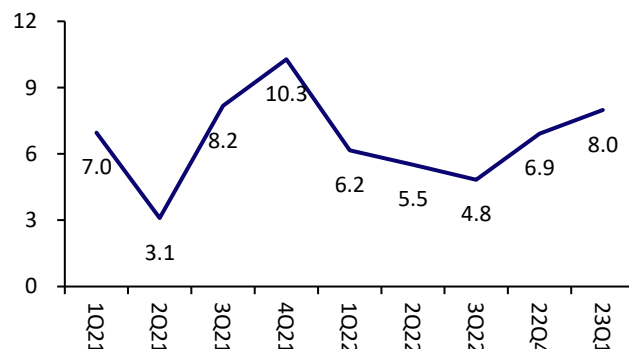
科锐国际与宋城演艺：

图22 科锐国际基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

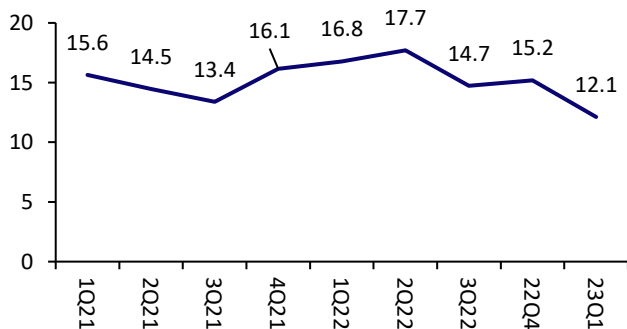
图23 宋城演艺基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

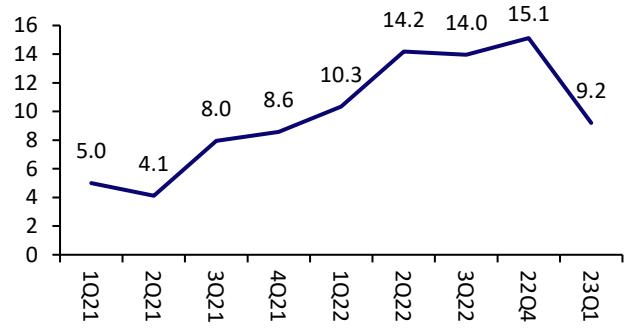
锦江酒店与首旅酒店：

图24 锦江酒店基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

图25 首旅酒店基金重仓持股占流通股本（%，1Q21-1Q23）



资料来源：Wind, HTI

4. 风险提示：

宏观经济下滑、疫情反复风险、宏观经济与居民消费力恢复不及预期。

## APPENDIX 1

## Summary

- **22:** revenue from tax exemption, restaurants, hotels, scenic spots and outbound tourism decreased by 20%, increased by 1%, decreased by 7%, decreased by 28% and decreased by 49%, respectively. In 2022, NP after non-recurring profit or loss attributable to shareholders of duty-free and catering decreased by 49% and 43% respectively, and the loss of hotels, scenic spots and outbound tourism sectors increased year-on-year. **1Q23:** Except for the loss of outbound tourism, NP after non-recurring profit or loss attributable to shareholders of duty-free, catering, hotels and scenic areas increased by 44%, 49%, 10%, 2385% compared with 1Q19.
- **Sub-segment analysis: (1) Duty-free:** Duty-free sales, shopping trips and unit price of Hainan outislands in 1Q23 are +15%, +27% and -10% respectively compared with 1Q22. **(2) Hotel:** 1Q23 shop quality over quantity, RevPAR highly increased yoy. **(3) Catering:** 2022 of same-store pressure, 1Q23 elastic release. **(4) Human resource services:** recruitment demand recovers and digital construction enables business increase. By 2023, the impact of the epidemic will abate and the demand for recruitment will gradually recover. As the economy gradually recovers and the hiring season begins, we believe the human services market recovery is expected to accelerate. **(5) Scenic spots:** the restorative rebound is expected to continue. 1Q23 scenic spots listed companies recovered.
- **Position analysis:** 23Q1 social service industry position ratio of 0.33%, down 0.05pct mom, flat yoy, higher than the standard industry allocation ratio of the stock market by 0.17pct. **Total position market value:** China Tourism Group Duty Free Corporation led with Rmb15.088 bn, followed by Shanghai JinJiang International Hotels Development and Songcheng Performance Development with Rmb69.70 bn and Rmb2.971 bn respectively. **Position market value / circulation market value:** Shanghai JinJiang International Hotels Development, Beijing Career International, BTG Hotels Group accounted for 12.12%, 9.77%, 9.19% respectively.
- **Investment advice: (1) Duty-free:** the gross profit margin of China Tourism Group Duty Free Corporation is affected by the exchange rate disturbance in the short term, but there is still room for improvement throughout the year; 22Q4 the expansion of stores and the arrival of new brands are expected to boost sales. **(2) Hotel:** 23Q2 frequent business activities, superimposed May Day effect, willingness to go out is expected to turn up; with 23Q3 traditional peak season and 22Q4 low base, the industry repair is expected to have high certainty. **(3) Catering:** 23Q2 climate warming and multiple holidays, willingness to go out will increase, catering as an associated demand will have a second recovery opportunity. **(4) Human service:** With the gradual repair of the economy and the arrival of hot recruitment season, 2-3Q is expected to usher in an accelerated recovery turning point. **(5) Scenic spots:** scenic performance projects are scarce, and the depressed tourism demand is expected to drive the restoration of the industry.
- **Recommended shares:** China Tourism Group Duty Free Corporation (601888.CH), Wangfujing Group (600859.CH), H World Group Limited (1179.HK), Shanghai JinJiang International Hotels Development (600754.CH), Jiumaojiu International Holdings (9922.HK), Songcheng Performance Development (300144.CH), Jiangsu Tianmu Lake Tourism (603136.CH), China CYTS Tours (600138.CH); pay attention to BTG Hotels (600258.CH), Luckin Coffee (LK.NASDAQ), Nayuki (2150.HK), Helen's (9869.HK), UTour (002707.CH).
- **Risks:** Macroeconomic downturn, risk of recurrent outbreaks, macroeconomic and residential consumption power recovery under expected.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，许樱之，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yingzhi Xu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Ruobai Zhang，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ruobai Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了601888.CH, 600415.CH and 002419.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601888.CH, 600415.CH and 002419.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601888.CH, 600415.CH and 002419.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601888.CH, 600415.CH 及 002419.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601888.CH, 600415.CH and 002419.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002251.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R, 北京科锐北方科技发展有限公司 及 深圳市旅游(集团)股份有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002251.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R, 北京科锐北方科技发展有限公司 and 深圳市旅游(集团)股份有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从 002251.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002251.CH.

海通在过去的 12 个月中从 002251.CH, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002251.CH, 嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R.

**评级定义(从 2020 年 7 月 1 日开始执行):**

海通国际(以下简称“HTI”)采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况(比如投资者的现有持仓)以及其他因素。

**分析师股票评级**

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

**Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):**

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

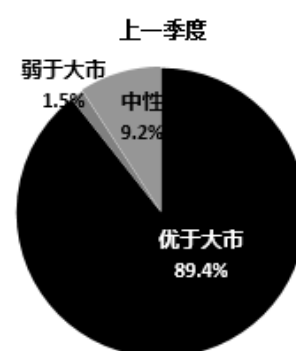
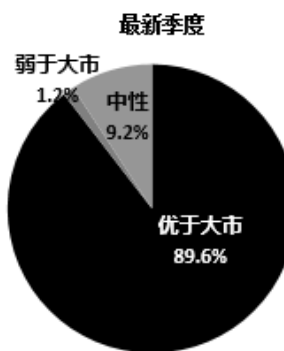
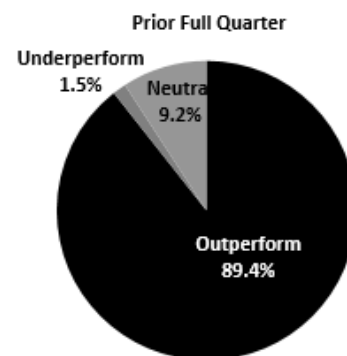
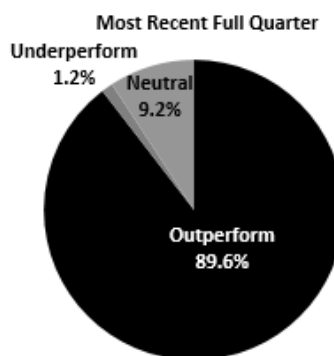
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**



截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

优于大市                      中性                      弱于大市

(持有)

海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款：**尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或定价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及其关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity



(dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

---

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---