

休闲服务板块 2019 年三季度报总结

重点布局核心资产、板块龙头，关注优质赛道优秀标的

推荐（维持）

□ 2019 前三季度行业经营状况

1) 2019H1 我国旅游人数 30.8 亿人次 (+8.8%)，国内旅游收入 2.78 万亿 (+13.5%)；国庆七天全国共接待国内游客 7.82 亿人次 (+7.81%)，实现国内旅游收入 6497.1 亿元 (+8.47%)。

2) 2019 年前三季度 SW 休闲服务行业实现营收 1059.72 亿元 (+2.74%)，增速放缓主要是由于中国国旅旅行社业务剥离导致，此外宋城演艺 2019-4-30 处置六间房资产聚焦演艺主业；归母净利润同增 8.53% 达到 95.33 亿元，与去年同期相比行业综合毛利率提升 2.30pct 至 44.83%，营业毛利达到 475.11 亿元 (+8.29%)；净利率提升 0.51pct 至 10.26%。

3) 2019 前三季度社零中化妆品累计增速 12.80%，化妆品在社零中占比达到 2.15%。淘数据显示，前三季度护肤类 gmV 超 900 亿元，美妆类 gmV 约 393 亿元。化妆品需求端依然维持中高速增长，电商已经成为第一大销售渠道。

□ 年度策略：

1) **免税**：免税消费数据景气度维持，继续推荐**中国国旅**，剥离旅行社后更加聚焦免税主业。财政部目前正在会同有关部门统筹平衡我国免税、有税市场基础上研究完善市内免税店政策，后续消费回流背景下，空间有望打开。

2) **餐饮广州酒家**：产能投放阶段，应更关注规模指标（产能、产品线、渠道）而非利润指标。餐饮树品牌，食品变现是最好的盈利模式；欢乐聚会的场景以较低的渠道成本进行进一步延伸，品牌对下游 c 端议价能力较强，营销成本低，而成本端相对更可控，带来良好的投资回报。短期业绩波动不改逻辑判断。

此外，**餐饮板块建议重点关注颐海国际。**

3) **化妆品**：在化妆品行业快速变化的环境下，**珀莱雅**拥有强执行力和灵活性、对投入具有高耐受性，同时给予充分的员工激励调动积极性。持续看好公司布局，短看营销和爆款打造，长看平台化、集团化运作能力，维持推荐。**丸美股份**定位具有差异化、高端化特性，前期树立品牌，目前盈利水平佳，后续拓品牌、品类拥有相应空间，未来电商拓展、员工激励方面为潜在看点。

□ 风险提示

宏观经济增速超预期下滑，国内外政策不利变动，扩张进度不及预期，极端天气，行业竞争加剧，营销策略失误、核心人才流失等。

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

证券分析师：胡琼方

电话：010-66500993

邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

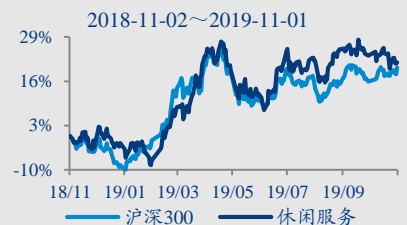
执业编号：S0360519090004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	33	0.89
总市值(亿元)	3,585.17	0.58
流通市值(亿元)	3,258.94	0.71

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-1.66	1.84	29.51
相对表现		-5.27	0.84	4.19



相关研究报告

《休闲服务行业 2019 年中期投资策略：重点布局核心资产、板块龙头，关注超跌反弹标的》

2019-05-06

《【华创商社】休闲服务板块 2019 年中报总结：重点把握核心资产，关注超跌反弹》

2019-09-03

《咖啡行业深度研究报告：深度复盘行业跃迁历程，多维度测算现磨咖啡发展空间》

2019-10-08

目录

一、2019 年前三季度及 2019 年三季度休闲服务板块整体情况概述.....	5
(一) 2019 年前三季度行业整体情况.....	5
(二) 2019 三季度行业情况.....	8
二、各细分板块业绩状况.....	10
三、重点公司 2019 前三季度经营情况回顾.....	12
(一) 免税行业：中国国旅.....	12
(二) 酒店.....	13
1.首旅酒店.....	13
2.锦江酒店：revpar 继续承压，新开店加速，中端+加盟趋势持续.....	16
(三) 演艺：宋城演艺.....	18
(四) 其他.....	19
1.珀莱雅：赛道优秀，持续高增.....	19
2.丸美股份：单三季度销售费用投放减少，线上发力助增长.....	20

图表目录

图表 1	休闲服务行业营业收入及其增速 (亿元, %)	5
图表 2	休闲服务行业前三季度累计营收/增速 (亿元, %)	5
图表 3	休闲服务行业归母净利润及增速 (亿元, %)	5
图表 4	休闲服务行业前三季度累计归母/增速 (亿元, %)	5
图表 5	休闲服务行业前三季度毛利及增速 (亿元/%)	6
图表 6	休闲服务行业历年前三季度毛利率与净利率 (%)	6
图表 7	休闲服务行业前三季度期间费用情况 (亿元)	6
图表 8	休闲服务行业历年前三季度三项费用率情况	6
图表 9	2019 前三季度各板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况	6
图表 10	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	7
图表 11	行业营收结构 (亿元)	7
图表 12	各板块营收增速 (%)	7
图表 13	归母净利润结构 (亿元)	7
图表 14	各板块归母净利润增速 (%)	7
图表 15	各板块毛利率情况 (%)	8
图表 16	各板块净利率情况 (%)	8
图表 17	行业各年度 Q3 营收及增速 (亿元, %)	8
图表 18	行业各年度 Q3 归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 19	行业各年度 Q3 营业毛利及增速 (亿元, %)	8
图表 20	行业各年度 Q3 净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 21	行业各年度 Q3 毛利率与净利率 (%)	9
图表 22	休闲服务行业各板块 2019 年 Q3 业绩状况 (亿元, %)	9
图表 23	2019Q3 各板块营收、营收毛利、净利润、归母净利润情况	9
图表 24	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	10
图表 25	华创社服行业子板块 (按主业分类)	10
图表 26	自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)	11
图表 27	自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)	11
图表 28	自定义各板块营收 yoy (%)	11
图表 29	自定义各板块归母净利润 yoy (%)	11
图表 30	2019Q3 自定义版块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况	11
图表 31	中国国旅营收及增速 (亿元, %)	12
图表 32	中国国旅毛利润及归母净利润情况	12
图表 33	中国国旅毛利率、净利率情况 (%)	12

图表 34	中国国旅费用率情况.....	12
图表 35	公司酒店数及客房数.....	14
图表 36	2019Q3 经营情况及变动.....	14
图表 37	2019Q3 同店情况.....	14
图表 38	2019Q2 经营情况及变动.....	15
图表 39	2019Q2 同店情况.....	15
图表 40	锦江酒店有限服务型连锁酒店情况.....	16
图表 41	锦江酒店 2019Q3 经营指标.....	17
图表 42	锦江境内中端酒店占比.....	17
图表 43	截止季末同店（共 4948 家：中端 1445 家，经济型 3503 家）经营数据.....	17
图表 44	宋城演艺营收/归母净利润及相应增速.....	18
图表 45	宋城演艺毛利率、净利率情况（%）.....	18
图表 46	珀莱雅营收及增速（亿元，%）.....	19
图表 47	珀莱雅毛利润及归母净利润情况（亿元，%）.....	19
图表 48	珀莱雅毛利率与净利率（%）.....	19
图表 49	珀莱雅期间费用率情况（%）.....	19
图表 50	丸美股份营收及增速（亿元，%）.....	20
图表 51	丸美股份毛利润与归母净利润情况（亿元，%）.....	20
图表 52	丸美股份毛利率与净利率（%）.....	21
图表 53	丸美股份期间费用率（%）.....	21

一、2019 年前三季度及 2019 年三季度休闲服务板块整体情况概述

(一) 2019 年前三季度行业整体情况

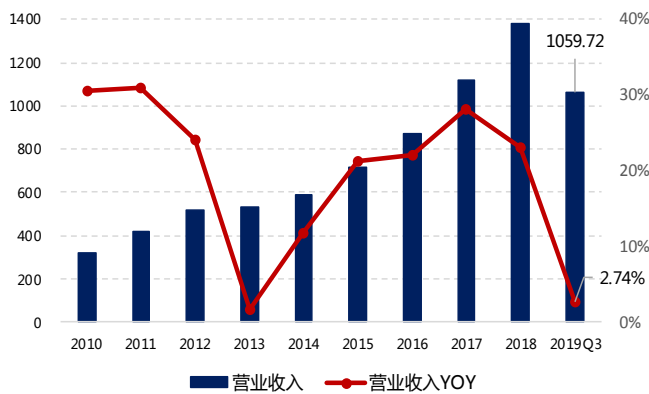
截至 2019 年 10 月 31 日，行业所有公司 2019 年半年报全部披露。按照申万休闲服务指数，行业整体情况如下。

2019 年前三季度 SW 休闲服务行业实现营收 1059.72 亿元 (+2.74%)，增速放缓主要是由于中国国旅旅行社业务剥离导致，此外宋城演艺 2019-4-30 处置六间房产资产聚焦演艺主业；归母净利润同增 8.53% 达到 95.33 亿元，与去年同期相比行业综合毛利率提升 2.30pct 至 44.83%，营业毛利达到 475.11 亿元 (+8.29%)；净利率提升 0.51pct 至 10.26%。

(注：与 2018 年三季度统计数据略有出入，主要来自于板块成分调整，剔除北部湾旅、三湘印象，新增福成股份、海航创新，已进行追溯调整。)

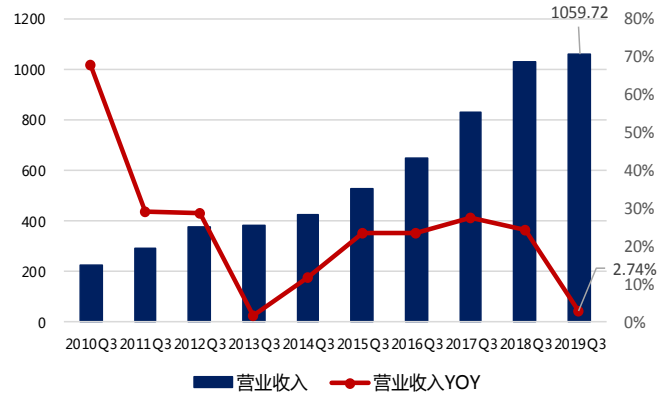
前三季度行业整体三项费用为 342.25 亿元 (+9.54%)，行业期间费用率为 32.30%，同比提高 2pct，其中销售费用率从去年同期 21.26% 提升至 23.71% (主要由于旅游综合板块销售费用率提升 4.02pct)，管理费用率和财务费用率分别下降 0.30 和 0.14pct，为 7.52% 和 1.07%。

图表 1 休闲服务行业营业收入及其增速 (亿元, %)



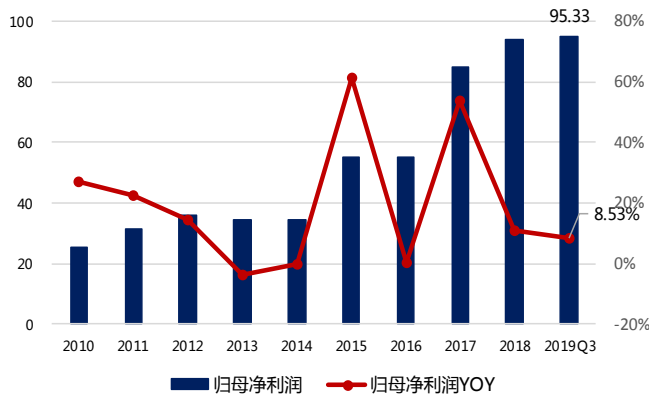
资料来源: wind、华创证券

图表 2 休闲服务行业前三季累计营收/增速 (亿元, %)



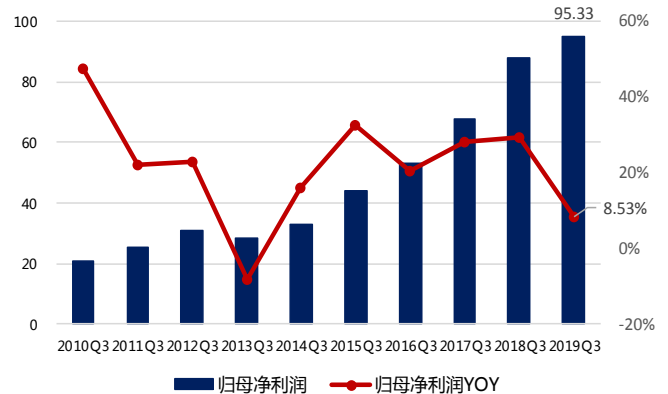
资料来源: wind、华创证券

图表 3 休闲服务行业归母净利润及增速 (亿元, %)



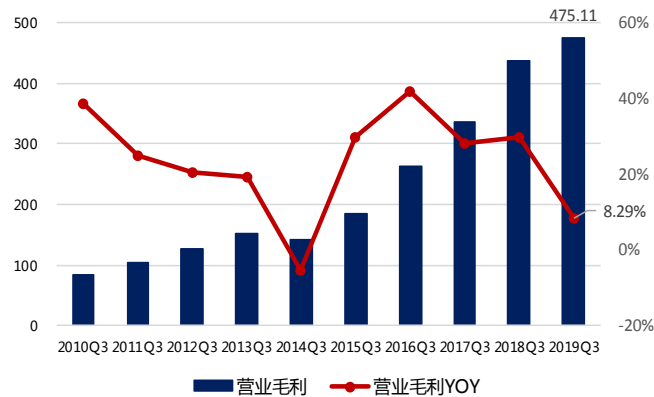
资料来源: wind、华创证券

图表 4 休闲服务行业前三季累计归母/增速 (亿元, %)



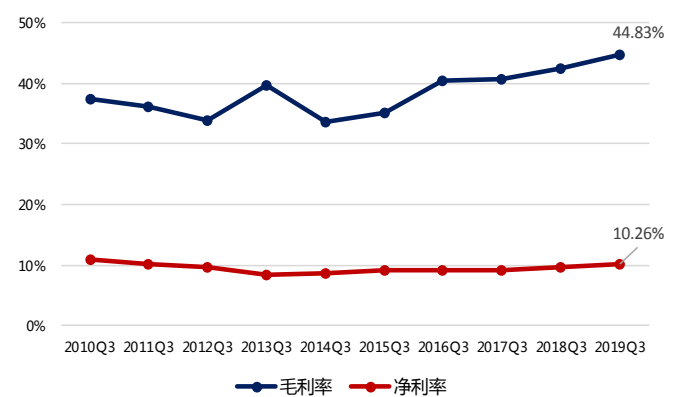
资料来源: wind、华创证券

图表 5 休闲服务行业前三季度毛利及增速 (亿元/%)



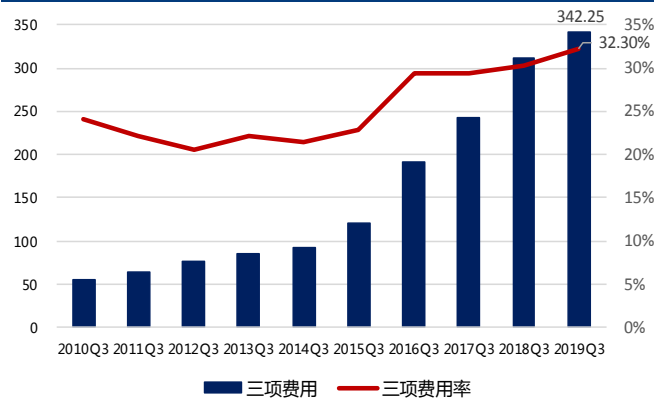
资料来源: wind、华创证券

图表 6 休闲服务行业历年前三季度毛利率与净利率 (%)



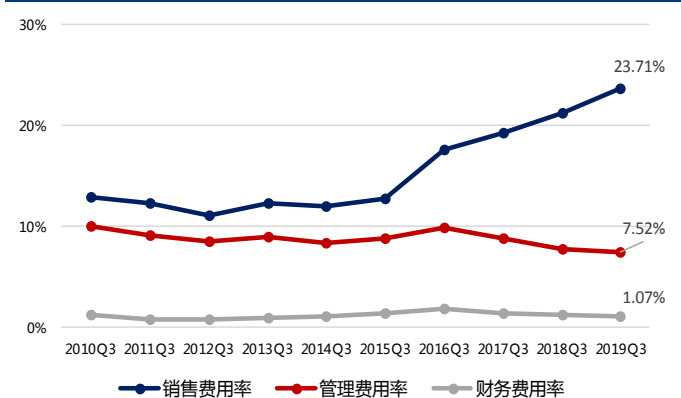
资料来源: wind、华创证券

图表 7 休闲服务行业前三季度期间费用情况 (亿元)



资料来源: wind、华创证券

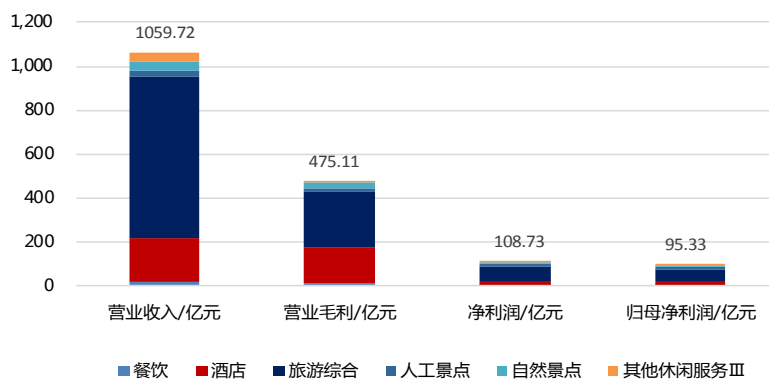
图表 8 休闲服务行业历年前三季度三项费用率情况



资料来源: wind、华创证券

分板块看, 酒店和旅游综合细分板块贡献行业约 88.56% 的营收和 88.31% 的毛利, 约 75.67% 的净利润。营业收入中旅游综合板块依然贡献最大, 同比增长 1.93%, 行业占比约 69.7%, 毛利贡献提升 3.88pct 至 52.69%, 净利润贡献提升 2.81pct 至 60.70%; 酒店板块对营业毛利及净利润贡献分别约 35.62% 和 14.97%。

图表 9 2019 前三季度各板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况



资料来源: wind、华创证券

与去年同期相比, 2019 年前三季度行业整体净利率提升 0.51pct 达到 10.26%, 但行业内分化。餐饮、自然景点、其

他休闲服务、酒店细分板块净利率水平下降：餐饮净利率下降 6.01pct，自然景点净利率下降 2.27pct，其他休闲服务下降 1.83pct，酒店下降 0.14pct，而旅游综合、人工景点净利率分别提升 0.9 和 10.81pct（中国国旅和宋城演艺自身主业优化，同时较低净利率的旅行社业务、互联网演艺业务剥离）。

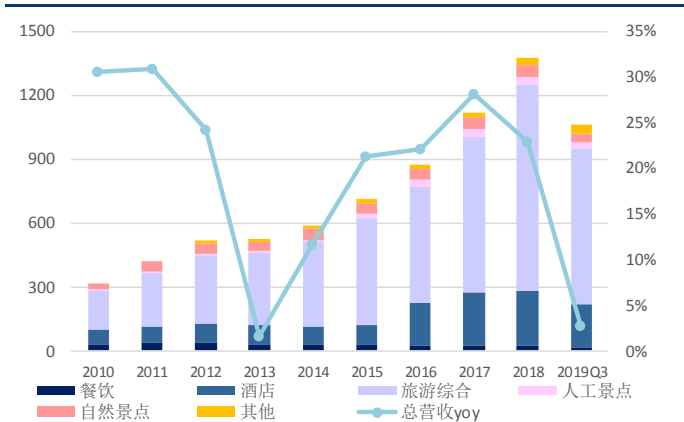
行业整体期间费用率提高 2pct 至 32.30%：餐饮、旅游综合板块分别提升 3.65、3.84pct 至 50.84%、23.13%；人工景点期间费用率下降 1.72pct，主要得益于宋城演艺的期间费用优化。

图表 10 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率（%）

子行业	2018 前三季度			2019 前三季度			毛利率变化	期间费用率变化	净利率变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	55.85%	47.19%	6.58%	51.78%	50.84%	0.57%	-4.06%	3.65%	-6.01%
酒店	86.17%	76.10%	8.28%	84.65%	73.54%	8.14%	-1.53%	-2.56%	-0.14%
旅游综合	29.56%	19.30%	8.04%	33.90%	23.13%	8.94%	4.34%	3.84%	0.90%
人工景点	70.44%	15.27%	44.37%	72.67%	13.55%	55.18%	2.22%	-1.72%	10.81%
自然景点	50.05%	21.18%	24.89%	50.35%	20.46%	22.61%	0.30%	-0.72%	-2.27%
其他休闲服务	26.45%	12.25%	9.96%	20.17%	10.49%	8.13%	-6.28%	-1.76%	-1.83%
全行业(整体)	42.54%	30.29%	9.75%	44.83%	32.30%	10.26%	2.30%	2.00%	0.51%

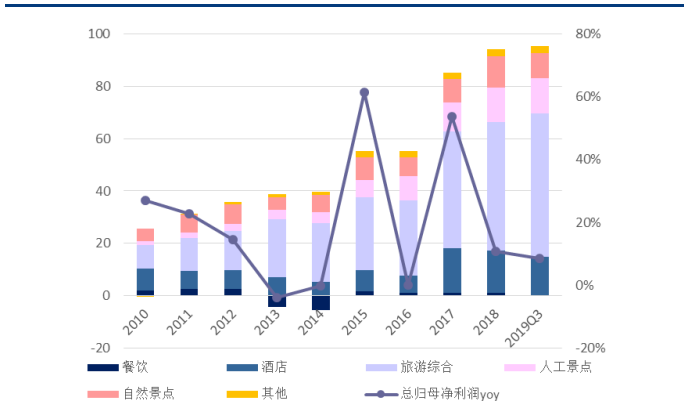
资料来源：wind，华创证券

图表 11 行业营收结构（亿元）



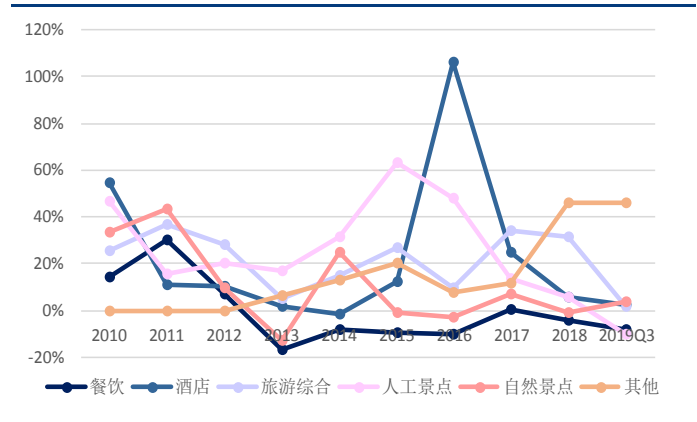
资料来源：wind，华创证券

图表 13 归母净利润结构（亿元）



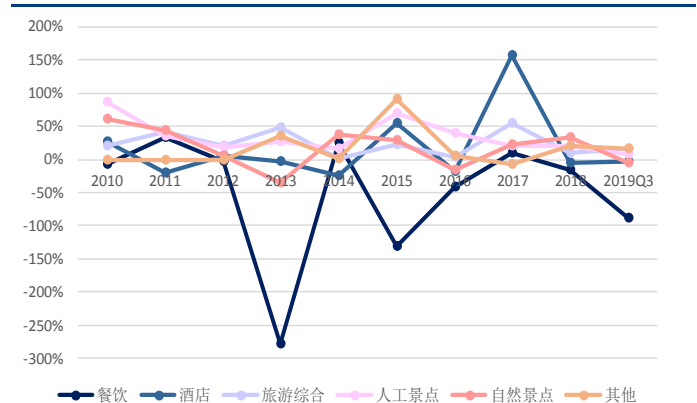
资料来源：wind，华创证券

图表 12 各板块营收增速（%）



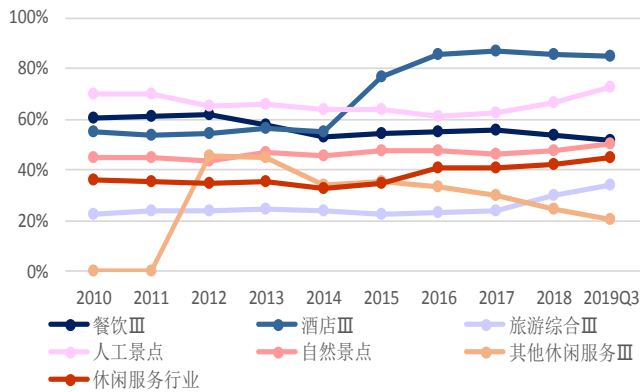
资料来源：wind，华创证券

图表 14 各板块归母净利润增速（%）



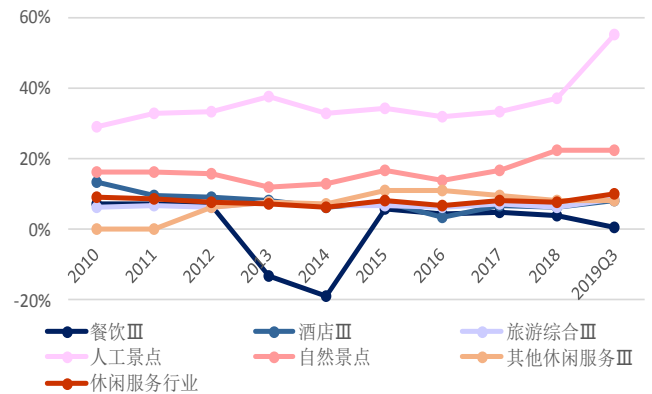
资料来源：wind，华创证券

图表 15 各板块毛利率情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 16 各板块净利率情况 (%)

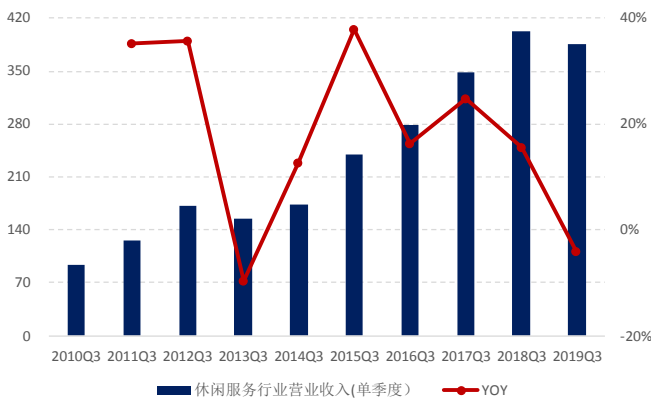


资料来源: wind、华创证券

(二) 2019 三季度行业情况

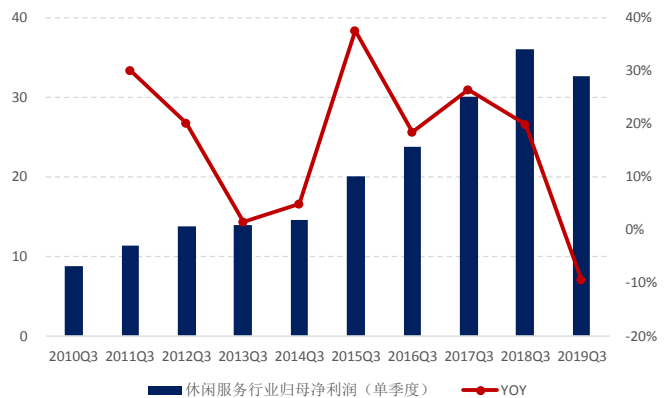
2019Q3 休闲服务行业实现营业收入 385.8 亿元 (-4.21%)，营业毛利 168.27 亿元 (-0.51%)，归母净利润 32.67 亿元 (-9.41%)。

图表 17 行业各年度 Q3 营收及增速 (亿元, %)



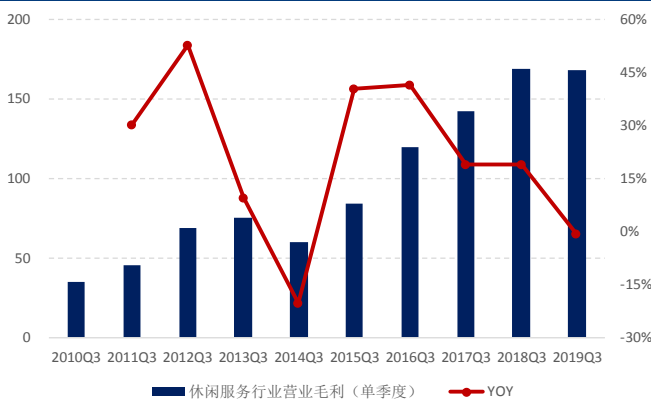
资料来源: wind、华创证券

图表 18 行业各年度 Q3 归母净利润及增速 (亿元, %)



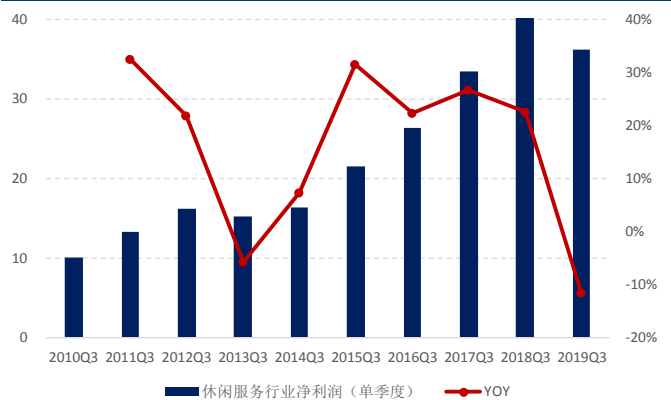
资料来源: wind、华创证券

图表 19 行业各年度 Q3 营业毛利及增速 (亿元, %)

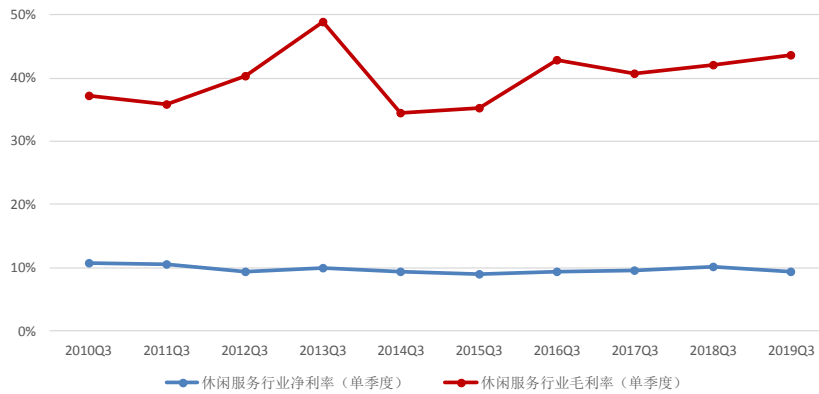


资料来源: wind、华创证券

图表 20 行业各年度 Q3 净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 21 行业各年度 Q3 毛利率与净利率 (%)


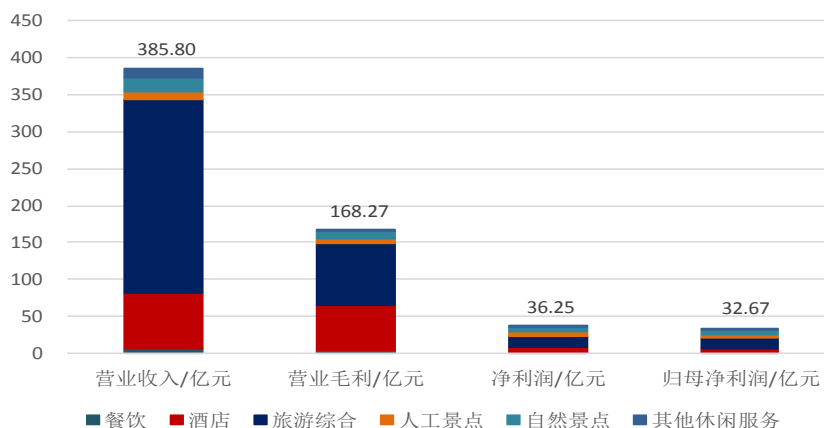
资料来源: wind、华创证券

图表 22 休闲服务行业各板块 2019 年 Q3 业绩状况 (亿元, %)

子行业	营收	营收 yoy	毛利	毛利 yoy	净利润	净利润 yoy	归母净利润	归母净利润 yoy
餐饮	5.85	-6.64%	3.13	-13.57%	0.08	-83.29%	0.07	-84.27%
酒店	74.91	4.11%	61.89	0.93%	6.99	-13.69%	6.35	-18.18%
旅游综合	264.17	-7.00%	83.02	0.36%	16.53	-15.24%	13.86	-8.29%
人工景点	9.34	-16.58%	7.46	-12.68%	5.54	-1.62%	5.50	-2.63%
自然景点	18.11	0.58%	10.05	-1.06%	5.78	-6.72%	5.65	-6.88%
其他休闲服务	13.42	19.24%	2.72	-1.74%	1.34	19.26%	1.24	19.98%
全行业(整体)	385.80	-4.21%	168.27	-0.51%	36.25	-11.62%	32.67	-9.41%

资料来源: wind、华创证券

分板块看, 酒店和旅游综合细分板块贡献行业 87.89% 的营收和 86.12% 的毛利, 64.87% 左右的净利润。营业收入中旅游综合板块依然贡献最大, 同比下降 2.06% (主要受中国国旅旅行社业务剥离影响), 行业占比约 68.47%。与去年同期相比, 毛利贡献提升约 0.43pct (49.34% → 48.91%), 净利润贡献 45.59%; 酒店板块对营业毛利及净利润贡献分别为 36.78%、19.29%。

图表 23 2019Q3 各板块营收、营收毛利、净利润、归母净利润情况


资料来源: wind、华创证券

2019Q3 行业整体净利率下降 0.79pct 至 9.40%, 但行业内分化。餐饮、自然景点、酒店及旅游综合细分板块净利率

水平下降：餐饮净利率下降 6.19pct，自然景点净利率下降 2.50pct，酒店板块净利率下降 1.92pct，旅游综合板块下降 0.61pct，而人工景点净利率提升 9.01pct，其中人工景点净利率大幅提升是因为宋城演艺净利率明显高于行业整体净利率。

行业整体期间费用率提高 2.09pct 至 30.71%：餐饮、旅游综合板块分别提升 3.28、2.90pct，人工景点、自然景点及其他休闲服务板块均提升不到 1%，酒店板块费用率下降 3.83pct。

图表 24 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率（%）

子行业	2018Q3			2019Q3			毛利率 变化	期间费用 率变化	净利率 变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	57.88%	47.83%	7.54%	53.58%	51.11%	1.35%	-4.30%	3.28%	-6.19%
酒店	85.22%	71.03%	11.26%	82.62%	67.20%	9.33%	-2.60%	-3.83%	-1.92%
旅游综合	29.12%	19.77%	6.86%	31.43%	22.67%	6.26%	2.31%	2.90%	-0.61%
人工景点	76.29%	9.68%	50.28%	79.85%	10.57%	59.30%	3.56%	0.89%	9.01%
自然景点	56.40%	16.51%	34.41%	55.48%	16.68%	31.91%	-0.92%	0.17%	-2.50%
其他休闲服务	24.63%	8.35%	9.98%	20.29%	9.32%	9.99%	-4.33%	0.98%	0.00%
全行业(整体)	42.00%	28.62%	10.18%	43.62%	30.71%	9.40%	1.62%	2.09%	-0.79%

资料来源：wind，华创证券

二、各细分板块业绩状况

考虑到很多公司主业相比上市之初发生了重大变化，按照主业重新划分几大板块。

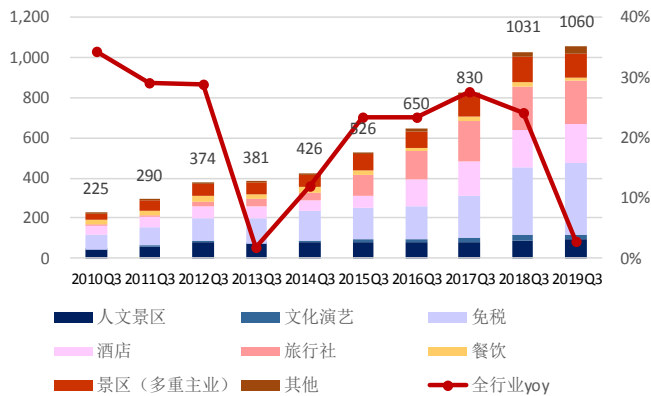
图表 25 华创社服行业子板块（按主业分类）

子板块	上市公司
人文景区	中青旅
文化演艺	宋城演艺
免税	中国国旅
酒店	华天酒店、锦江股份、金陵饭店、首旅酒店
旅行社（出境游）	众信旅游、凯撒旅游、岭南控股（广之旅部分）
餐饮	全聚德、西安饮食、ST 云网
景区（多重主业）	三特索道、九华旅游、张家界、西安旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、腾邦国际、黄山旅游、国旅联合、大连圣亚、曲江文旅、西藏旅游、长白山、大东海 A、天目湖、海航创新
其他	科锐国际、福成股份

资料来源：华创证券整理

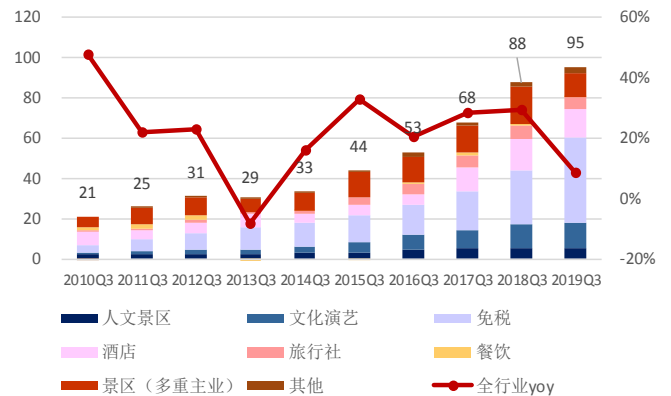
营收方面 2019 年前三季度，免税、旅行社、酒店依然是占比最大的板块，分别为 33.58% (+0.52pct)、20.43% (-0.50pct) 和 18.23% (-0.01pct)；剩余景区（多重主业）、景区、其他、文化演艺、餐饮的营业收入占比分别为 11.59%、9.01%、3.53%、2.08% 和 1.55%。从归母净利润角度分析，免税占比最大，2019 前三季度免税营收占比上升 13.21pct 达到 44.01%，其次酒店、文化演艺、景区（多重主业）归母净利润占比分别为 15.42%、13.32%、12.55%。在各板块中文化演艺净利率水平最高，2019 年前三季度约 58.91%，其次是免税，其净利率水平约 13.85%，其余子行业的净利率均低于行业整体的净利率 10.26%。

图表 26 自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)



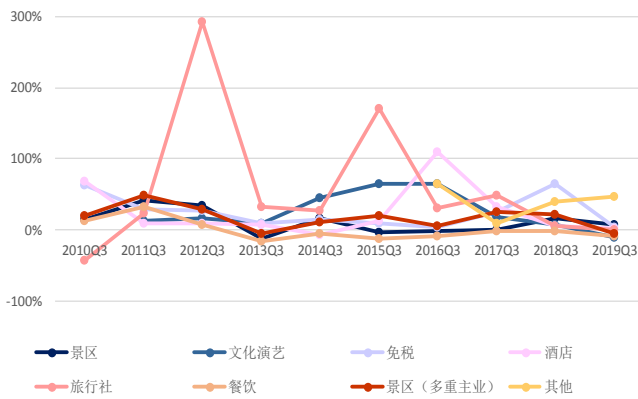
资料来源: wind、华创证券

图表 27 自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)



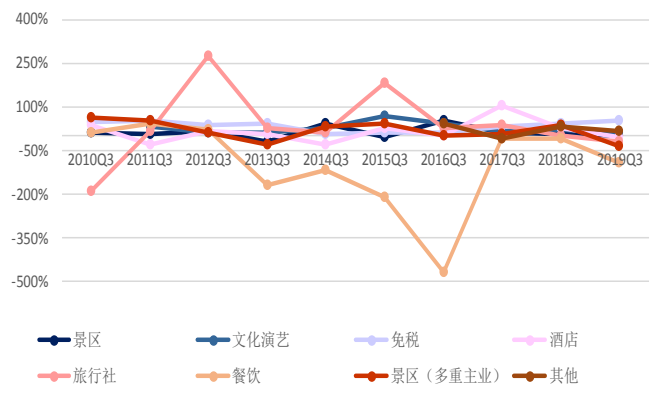
资料来源: wind、华创证券

图表 28 自定义各板块营收 yoy (%)



资料来源: wind、华创证券

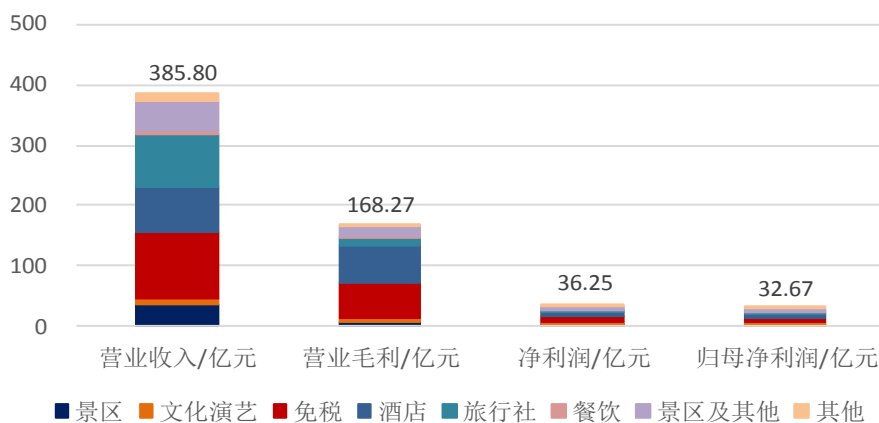
图表 29 自定义各板块归母净利润 yoy (%)



资料来源: wind、华创证券

营收方面 2019Q3 免税、旅行社、酒店占比分别为 29.13% (-3.19pct)、22.84% (+0.72pct) 和 18.64% (+1.51pct); 剩余景区(多重主业)、景区、其他、文化演艺、餐饮营业收入占比分别为 12.77%、9.57%、3.48%、2.04%、1.52%。免税归母净利润占比最大,与上年同期相比,2019Q3 上升 6.25pct 占比达到 28.05%,其次景区(多重主业)、酒店、文化演艺旅行社归母净利润占比分别为 22.08%、19.44%和 14.85%。

图表 30 2019Q3 自定义板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况



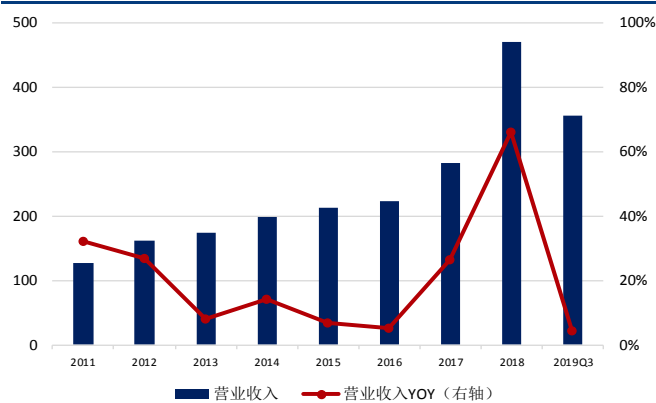
资料来源: wind、华创证券

三、重点公司 2019 前三季度经营情况回顾

(一) 免税行业：中国国旅

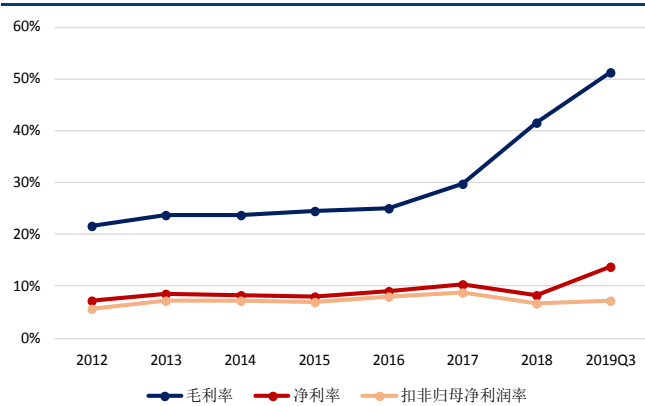
公司 2019 前三季度营收 355.84 亿 (+4.35%)；归母净利润增长 55.09% 至 41.96 亿元；扣非后增速为 26.90%，34.17 亿元；eps=2.1489 元/股。公司 Q3 单季度收入 112.40 亿，归母净利润 9.16 亿元 (+16.57%)，扣非归母净利润 9.17 亿元 (+17.24%)，业绩稳步增长。

图表 31 中国国旅营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 33 中国国旅毛利率、净利率情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

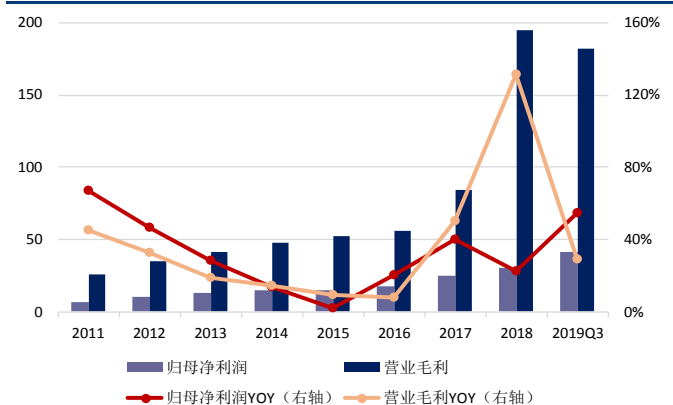
1. 受剥离旅行社业务影响，前三季度营收个位数增长，扣除旅行社影响后免税增速约 42% (2018 前三季度包含约 94 亿元旅行社收入，日上上海并表 3-6 月；2019Q1-Q3 旅行社收入约 6 亿元，免税同口径增速预计约 30%左右)。Q3 单季度营收比 Q2 略有增加，料主要来自海棠湾增量；与往期季度分布类似，Q3 与 Q2 相比扣非归母净利润基本持平。Q3 虽然为机场传统意义上的旺季，但因香港事件影响预计上海机场 (上海机场 Q3 国际及地区旅客吞吐量合计增长 1.57%但其中地区部分下滑 12.97%) 免税业务 Q3 收入与 Q2 接近，海棠湾收入增速预计 25%+。

2. 盈利、费用率水平:

免税占比提升，毛利率提高 9.78pct 至 51.16%，净利率提高 3.9pct 至 13.85%；销售费用率提高 7.22pct 至 31.25%，管理费用率下降 0.4pct 至 2.55%，财务费用约 0.68 亿元，预计继续收汇兑因素影响。资产减值损失为 -1.18 亿元，预计存货跌价部分有所转回/转销。ROE (加权) 提升 5.53pct 至 23.57%。

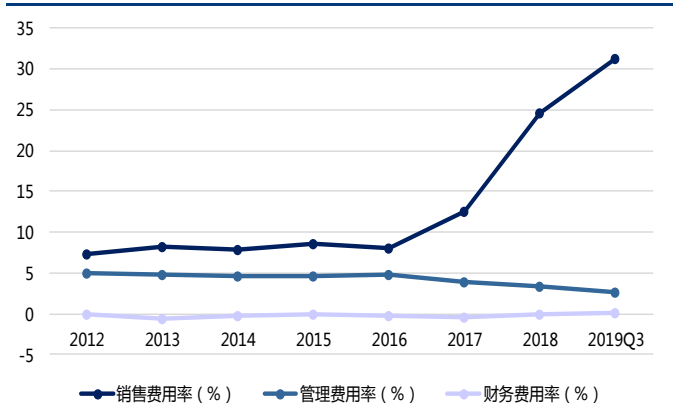
3. 事件影响:

图表 32 中国国旅毛利润及归母净利润情况



资料来源: wind、华创证券

图表 34 中国国旅费用率情况



资料来源: wind、华创证券

1) Q3 香港机场客流预计受到影响, 预计公司与机场方面在扣点上将有所洽谈;

2) 天猫双十一期间雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂三大化妆品集团不约而同买赠促销活动, 部分高档化妆品实际单位价格优于免税, 部分投资者担忧此举对免税渠道的冲击。我们认为, 化妆品集团双十一期间的促销活动数量有限, 对免税及其余渠道冲击有限, 类似活动预计不可持续; 此外我们认为, 买赠的营销意义及获新效用更大。

4. 投资建议:

剥离旅行社业务后公司聚焦免税主业, 突出抓好重大的战略性项目, 推进资源重组整合, 巩固在免税行业的龙头地位。未来市场化竞争下, 公司有望凭借积累的核心优势及不断优化、迭代的经营继续加强竞争力; 市内店政策放开我们认为大概率事件, 消费回流背景下预计获得长足、长远发展。目前公司进入全球旅游零售第四位, 后续将发力“进三争一”。维持此前业绩测算, 即叠加处置旅行社投资收益约 7 亿元利润影响, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 48 (内生增长 30%左右)、63.8 (包含海免, 实际报表可能存在业绩平滑) 和 74 亿元。当前股价对应 2019 年 pe 为 37 倍, 公司长期投资逻辑不变, 长线看好。

风险提示: 大盘整体环境不利, 政策不及预期, 开业项目培育期亏损等。

(二) 酒店

1. 首旅酒店

公司 2019 年前三季度营收为 62.31 亿元, 较去年同期减少 1.38 亿元, 下降 2.16%。归母净利润减少 10.27% 至 7.19 亿元, 扣非后为 6.89 亿元 (+ 3.75%)。非经常性损益主要来自政府补助 1964.4 万元、逗号开曼公司由子公司变为参股公司投资收益 1328.2 万元。2018Q3 公司出售燕京饭店 20% 股权产生税前投资收益 1.26 亿元, 影响归母净利润 0.95 亿元。ROE (加权) 减少 1.91pct 至 8.49%, 基本每股收益为 0.7337 元。公司 2019Q3 单季度营收下降 5.32% 至 22.40 亿元, 归母净利润减少 23.83% 至 3.52 亿元, 净利率下降 4.01 个百分点到 15.66%。

受经济大背景影响, 房价、入住率双双受到影响。加盟化、中高端化持续。

1. 业务拆分:

- ▶ 前三季度酒店业务收入 59.02 亿元, 其中: 酒店运营营收 47.53 (-4.80%), 主要是直营店房量因关店及升级改造而减少, 同时 Revpar 下滑; 特许管理酒店数量从 2018-9-30 的 2918 家增加到 2019-9-30 的 3314 家, 酒店管理收入增加 9987 万元至 11.49 亿元 (+9.52%)。景区运营业务营收 3.29 亿元 (+0.55%)。
- ▶ 营业成本增长 12.05% 到 3.88 亿元。其中餐饮成本增加 2133w, 主要是直营酒店送餐增加及单份早餐成本增加; 酒店商品销售增长使得商品成本增加 1572w。
- ▶ 销售费用减少 1.24 亿元, 下降 3.02%, 其中: 职工薪酬由于直营酒店数量减少以及 2019 同店 RevPAR 下滑导致计提奖金减少而下降 7.08%; 能源费用因直营酒店数量减少、出租率下降、部分地区电费出现下调以及气候而下降 10.06%; 由于直营酒店数量减少及部分资产折旧到期, 折旧及摊销金额下降 4.75%; 租赁费用因新开中高端酒店租金水平较高而略有增长 (+0.89%)。
- ▶ 管理费用因中介机构咨询服务费用减少而下降 1.64%, 信息技术的投入带动研发费用的增长 (+26.77%)。贷款规模减少使公司财务费用下降 24.47%。
- ▶ 利润总额: 前三季度公司利润达到 10.37 亿元 (-10.28%), 其中: 景区增加 495 万元至 1.41 亿元 (+3.65%); 酒店业务利润总额 8.93 亿元 (-12.31%)。

2. 酒店运营状况: 房价入住率双跌

截止 Q3 季末公司拥有酒店数量 4174 家（含境外 1 家），客房间数 40.22 万间。其中高端酒店数占比 19.5%，中高端客房数占比 24.2%；已签约未开业和正在签约酒店 663 家。2019Q3 公司新开店 197 家，其中直营 7 家。经济型酒店新开 29 家，中高端 73 家，云酒店 54 家，管理输出的酒店 41 家），公司整体向中端加盟酒店布局。

图表 35 公司酒店数及客房数

	酒店数			客房数		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型	2642	688	1,954	266141	79848	186293
中高端	814	170	644	97345	24206	73139
云酒店	377	-	377	20492	-	20492
其他	341	2	339	18180	138	18042
合计	4174	860	3,314	402158	104192	297966

资料来源：公司公告、华创证券

2019Q3 如家酒店 occ 继续下滑，比去年同期降 3.4pct 至 82.7%，拖累 revpar 下降 3.7% 至 175 元。经济型酒店 revpar 为 152 元（-5.7%），occ 比去年同期下滑 2.8pct 至 85.5%；中高端酒店 revpar 为 255 元（-9.0%），occ 增长 1.4pct 至 77.0%，adr 为 331 元（-7.3%）。

图表 36 2019Q3 经营情况及变动

	RevPAR		均价		出租率	
	19Q3	YOY	19Q3	YOY	19Q3	Δ/%
经济型酒店	152	-5.70%	177	-2.50%	85.50%	-2.8
-直营	138	-4.90%	167	-2.30%	82.60%	-2.2
-特许管理	157	-6.10%	181	-2.70%	86.70%	-3.2
中高端酒店	255	-9.00%	331	-7.30%	77.00%	-1.4
-直营	273	-7.60%	349	-4.50%	78.20%	-2.6
-特许管理	248	-9.10%	324	-8.10%	76.50%	-0.8
云酒店	123	-10.30%	175	-2.70%	70.40%	-6.0
-特许管理	123	-10.30%	175	-2.70%	70.40%	-6.0
小计	175	-3.70%	212	0.20%	82.70%	-3.4
-直营	169	-2.70%	208	0.30%	81.50%	-2.5
-特许管理	177	-4.20%	213	0.10%	83.10%	-3.8

资料来源：公司公告、华创证券

注释：不含公寓和管理输出酒店 RevPAR 数据。

经济影响且去年较高基数下如家同店数据同样持续低迷：2019Q3 的 3134 家如家 18 个月以上成熟店全部 revpar 为 173 元（-6.1%），平均房价下降 2.6% 至 206 元，出租率下降 3.1pct 至 84.0%。经济型酒店和中高端酒店 revpar 分别为 151 元（-6.5%）、279 元（-5.2%）；出租率分别为 85.7%（-3.2pct）和 77.9%（-2.2pct）。

图表 37 2019Q3 同店情况

项目	酒店数量	RevPAR		均价		出租率	
		19Q3	YOY	19Q3	YOY	19Q3	Δ
经济型酒店	2491	151	-6.50%	177	-3.00%	85.70%	-3.2

-直营	688	138	-4.90%	167	-1.90%	82.60%	-2.6
-特许管理	1803	157	-7.10%	181	-3.30%	87.00%	-3.5
中高端酒店	454	279	-5.20%	359	-2.50%	77.90%	-2.2
-直营	131	286	-6.90%	362	-2.20%	78.90%	-4.0
-特许管理	323	276	-4.40%	357	-2.70%	77.40%	-1.4
云酒店	189	137	-8.40%	181	-1.90%	76.00%	-5.4
-特许管理	189	137	-8.40%	181	-1.90%	76.00%	-5.4
小计	3134	173	-6.10%	206	-2.60%	84.00%	-3.1
-直营	819	166	-5.50%	202	-2.20%	81.90%	-2.9
-特许管理	2315	176	-6.30%	208	-2.80%	85.00%	-3.2

资料来源：公司公告、华创证券

注释：不含公寓和管理输出酒店 RevPAR 数据。

Q3 经营数据相比 Q2 持续低迷：

图表 38 2019Q2 经营情况及变动

	RevPAR		均价		出租率	
	19Q2	YOY	19Q2	YOY	19Q2	△/%
经济型酒店	141	-3.90%	170	-1.70%	82.90%	-1.9
-直营	128	-2.80%	162	-1.40%	79.30%	-1.2
-特许管理	146	-4.50%	173	-2.00%	84.40%	-2.2
中高端酒店	240	-6.70%	326	-6.80%	73.60%	0.1
-直营	263	-4.90%	346	-4.80%	76.30%	-0.1
-特许管理	232	-6.90%	319	-7.40%	72.60%	0.4
云酒店	113	-9.60%	167	-3.20%	68.00%	-4.9
-特许管理	113	-9.60%	167	-3.20%	68.00%	-4.9
小计	162	-1.50%	202	1.30%	80.20%	-2.3
-直营	159	0.50%	202	1.90%	78.60%	-1.1
-特许管理	163	-2.40%	202	1.00%	80.70%	-2.8

资料来源：公司公告、华创证券

图表 39 2019Q2 同店情况

项目	酒店数量	RevPAR		均价		出租率	
		19Q2	YOY/%	19Q2	YOY/%	19Q2	△/%
经济型酒店	2538	141	-3.90%	169	-1.30%	83.10%	-2.2
-直营	703	128	-1.90%	161	-0.30%	79.30%	-1.3
-特许管理	1835	146	-4.60%	172	-1.70%	84.80%	-2.6
中高端酒店	432	267	-3.20%	361	-1.30%	73.70%	-1.4
-直营	128	280	-4.50%	366	-1.10%	76.50%	-2.7
-特许管理	304	260	-2.50%	359	-1.40%	72.40%	-0.8
小计	3149	160	-3.60%	197	-1.10%	81.30%	-2.1

-直营	831	154	-2.50%	196	-0.60%	78.80%	-1.6
-特许经营	2318	162	-4.00%	197	-1.30%	82.40%	-2.3

资料来源：公司公告、华创证券

公司中国境内酒店家数 4173 家，客房间数 401958 间。北京、上海、苏浙皖、津鲁冀、珠三角和川渝地区的酒店总数 2502 家，客房间数 241970 间，占总数的 60.2%。

经济影响下酒店 revpar 继续受 occ 下滑持续低迷，未来有望好转。

风险提示：宏观经济增速超预期下降、扩张速度风险、新业务推进不力等。

2. 锦江酒店：revpar 继续承压，新开店加速，中端+加盟趋势持续

公司 2019 前三季度营收达到 112.82 亿元 (+2.97%)，归母净利润增长 0.15% 至 8.73 亿元，扣非后增长 18.08% 至 8.00 亿元。Q3 单季度交易性金融资产公允价值变动损失和出售北京银行股票的投资收益导致投资收益为 -2.14 亿元，对业绩影响较大。

经营活动产生的现金流净额下降 36.59% 至 16.00 亿。主要是采购业务收款方式变化，预收款项比上年同期减少，因本年度结算效率提高本期支付的加盟商代收款同比增加，2018 年度经营业绩提升支付职工奖金比上年同期增加，以及上年同期收到三年期定期存款利息等共同影响。ROE（加权）下降 0.21pct 至 6.76%，基本每股收益为 0.9116 元。

Q3 单季度营收增长 3.04% 至 41.39 亿元，营业利润下降 22.52% 至 4.51 亿元，归母净利润同比下降 17.10% 至 3.06 亿元，扣非后增长 22.09% 达 4.42 亿元。Q3 净利率为 8.86% (-1.48pct)。

1) 食品及餐饮业务前三季度营收 1.88 亿元 (+6.32%)，增长主要来自：从事团膳业务的锦江食品营收增长，二是从事中式快餐连锁的锦亚餐饮营收比去年同期下降等共同影响所致。

2) 有限服务型酒店业务前三季度营收增长 2.92% 累计达到 110.94 亿元。其中，境内收入 80.26 亿元 (+4.27%)，占比 72.34%；境外收入 30.68 亿元 (-0.44%)，占比 27.66%。2019Q3 单季度公司全部有限服务型连锁酒店业务收入为 40.68 亿元 (+2.89%)，其中境内有限服务型连锁酒店营收 29.61 亿元 (+3.90%)，前期服务费收入 2.36 亿元 (+52.26%)，持续加盟费收入 4.02 亿元 (+0.90%)。境外有限服务型连锁酒店营收 1.44 亿欧元 (+1.37%)。

新开店加速：2019 年前三季度公司新开业酒店 1107 家（去年同期为 841 家），退出 389 家，净增 718 家（去年同期净增 499 家），其中直营 -21 家，加盟 +739 家，中端 +755 家。截至 2019 年 9 月 30 日，已开业 8161 家，已开业客房数超过 81 万间；已签约酒店规模合计 12390 家，客房规模达 127.03 万间。

中端+加盟趋势继续。加盟酒店占比 87.86%，加盟酒店客房数达到 70.03 万间占 86.11%。2018 年年末中端酒店数和房量占比分别达到 33.09% 和 41.36%，截至 2019 年 9 月 30 日，中端酒店数及客房数占比分别提升至 39.43%、47.93%。

图表 40 锦江酒店有限服务型连锁酒店情况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	3,218	39.43	389,772	47.93
经济型酒店	4,943	60.57	423,513	52.07
全部酒店	8,161	100	813,285	100
其中：直营店	991	12.14	112,936	13.89
加盟店	7,170	87.86	700,349	86.11

资料来源：公司公告、华创证券

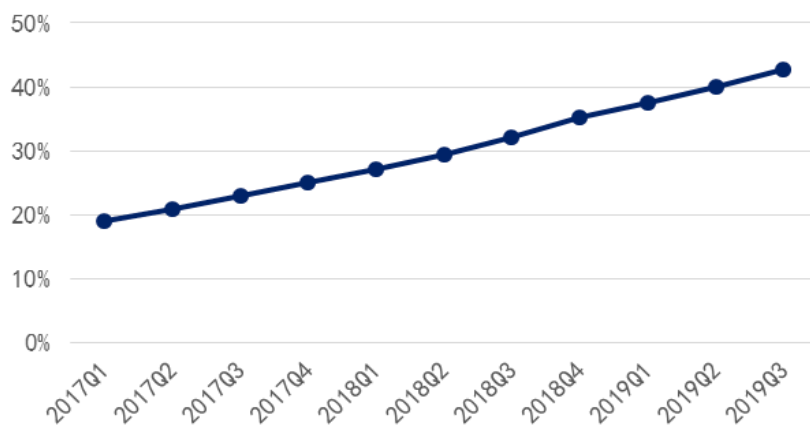
三季度 occ、ADR 继续有所下滑，中端和经济型酒店 RevPAR 分别下降 5.66% 和 8.12%。同店经济型酒店也有较大下滑（-7.47%），中高端占比提高拉动整体 ADR 有所抬升。受经济影响，目前同类型酒店 RevPAR 受到 occ 拖累，后续有望转暖。

图表 41 锦江酒店 2019Q3 经营指标

	2019Q3	2018Q3	YOY (%)	2019Q3	2018Q3	Δ	2019Q3	2018Q3	YOY (%)
境内	均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
中端酒店	263.19	268.17	-1.9%	81.13	84.40	-3.27	213.53	226.34	-5.66
经济型酒店	165.92	168.18	-1.3%	75.94	81.54	-5.6	126.00	137.13	-8.12
平均	215.41	207.66	3.7%	78.49	82.65	-4.16	169.08	171.63	-1.49
境外	均房价 (欧元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (欧元/间)		
中端酒店	68.02	66.83	1.8%	62.88	61.97	0.91	42.77	41.41	3.28
经济型酒店	54.33	53.50	1.6%	72.32	72.26	0.06	39.29	38.66	1.63
平均	57.97	57.05	1.6%	69.55	69.20	0.35	40.32	39.48	2.13

资料来源：公司公告、华创证券

图表 42 锦江境内中端酒店占比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 43 截止季末同店（共 4948 家：中端 1445 家，经济型 3503 家）经营数据

	开业满 18 个月以上酒店		同比增减(%)
	2019 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	
中端酒店			
平均出租率(%)	81.83	83.38	-1.55
平均房价(元/间)	269.12	265.07	1.53
RevPAR(元/间)	220.23	221.01	-0.35
经济型酒店			
平均出租率(%)	73.38	78.63	-5.25
平均房价(元/间)	160.71	162.07	-0.84
RevPAR(元/间)	117.92	127.44	-7.47
合计			
平均出租率(%)	76.53	80.37	-3.84

平均房价(元/间)	203.96	201.36	1.29
RevPAR(元/间)	156.1	161.84	-3.55

资料来源：公司公告、华创证券

预计 2019 Q4 公司全部有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为 35.85 亿元至 39.62 亿元，其中预计境内 26.31 亿元至 29.08 亿元，境外 1.24 亿欧元至 1.37 亿欧元。

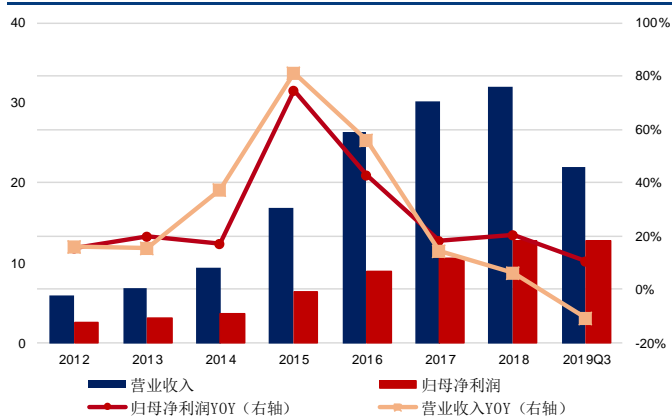
风险提示：宏观经济增速超预期下降、扩张速度风险、新业务推进不力，国企改革进展及内部整合不及预期等。

（三）演艺：宋城演艺

公司披露三季报，财务数据受剥离六间房业务影响较大。前三季度营收下滑 10.71% 至 22.06 亿元；归母净利润同比增长 10.69%，盈利 12.70 亿元；Q3 单季度归母净利润 4.85 亿元（+0.56%）；扣非后前三季度和单独三季度归母净利润分别为 10.96 亿元（-1.47%）和 4.78（+0.37%）。

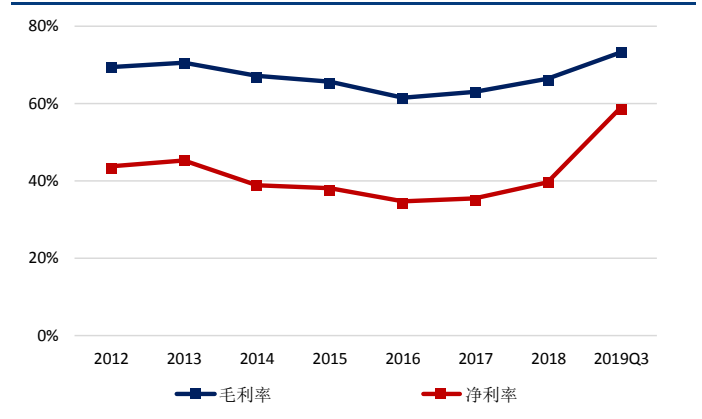
扣除六间房净利润及重组影响后，前三季度公司营收同比增长 17.56% 至 18.23 亿元，归母净利润 10.07 亿元（+17.98%），扣非后业绩增长 19.87% 至 9.85 亿元。Q3 单季度归母净利润增速 24.05%，达到 4.62 亿元；扣非业绩为 4.55 亿元（+24.13%）。非经常性损益为 1.74 亿元，主要是六间房业务处置影响。

图表 44 宋城演艺营收/归母净利润及相应增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 45 宋城演艺毛利率、净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、华创证券

1) 1-9 月杭州基本持平；三亚个位数下降；丽江维持增速增长近 30%；18 年桂林项目开业，今年实现飞跃，日均 3 场左右；张家界 6 月底开业后即进入暑期旺季，结合开业系列活动，日均达到 3.7 场；两个新项目对公司业绩有所增厚。预计前三季度轻资产部分确认了 1.5 亿左右收入。

2) 毛利率提升 3.16pct 至 73.34%，净利率提高 12.81pct 至 58.91%；销售费用、研发费用相较于上年同期较大幅度下滑，销售费用率下降 2.89pct，管理费用率降低 0.17pct，主要是六间房不再纳入合并报表，同时也有主业经营的优化（毛利率、净利率高于收购六间房之前 2014 年的 67.18% 和 39.00%）。前三季度主业扣非的净利率约 54%，单个项目逐步成熟后固定成本随着上座率及演出场次抬升迅速摊薄，利润率水平优秀。

3) 投资建议：我们从未吝惜对公司资产质量与盈利能力的赞美，近期公司演艺谷项目再落一子至珠海，接力异地复制项目。我们维持预计 2019 年公司演艺主业增速 15-20% 左右，重点关注。

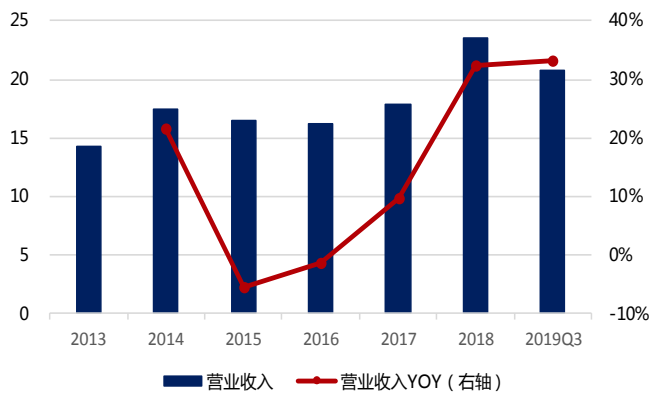
风险提示：花房盈利能力不及预期，重资产异地复制不及进度等。

(四) 其他

1. 珀莱雅：赛道优秀，持续高增

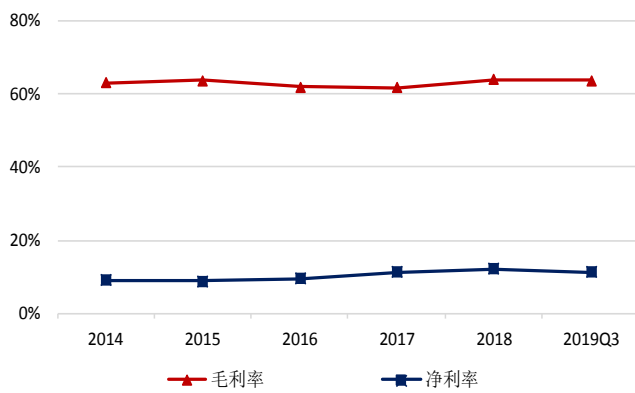
前三季度公司营收 20.80 亿元 (+33.35%)，归母净利润增速 32.04% 至 2.4 亿元，扣非后增速为 41.50% 达到 2.38 亿元。基本每股收益为 1.20 元/股，加权平均净增产收益率增加 1.51 个百分点至 13.45%。Q3 单季度公司营收达到 7.52 亿元 (同比增长 45.15%)，归母净利润增速 26.07% 至 0.67 亿元。

图表 46 珀莱雅营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 48 珀莱雅毛利率与净利率 (%)



资料来源: wind、华创证券

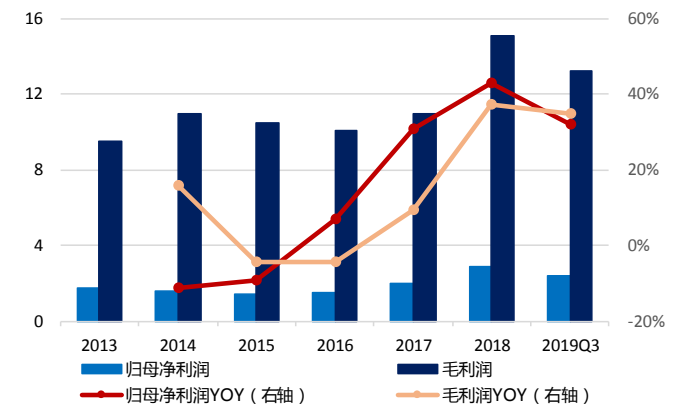
公司从线下切入线上市场，连续两年线上高增速带动公司成长，我们预计 2019 年线上收入占比将达到一半左右。我们认为，公司的高速增长除了需求端的释放，也得益于在化妆品行业快速变化的环境下公司的强执行力和灵活性、对投入的高耐受性，同时给予充分的员工激励调动积极性。

1) 业绩增长符合预期：受益泡泡面膜爆款带动，公司单三季度收入增速 45.15%，增长显著；爆款打造营销费用相对较高，因此单季度利润增速约 26.07%。线上高增长驱动下，前三季度累计收入、业绩增速符合预期。

销售增长及线上平台促销活动导致应收账款比上年度期末数增长 41.53% 至 1.26 亿元，但比 H1 好转 (H1 缴税调整等因素影响较大，应收账款为 1.56 亿)。预收货款在本期间部分发货确认为收入，预收款比上年度末下降 46.04% 至 4294 万元。

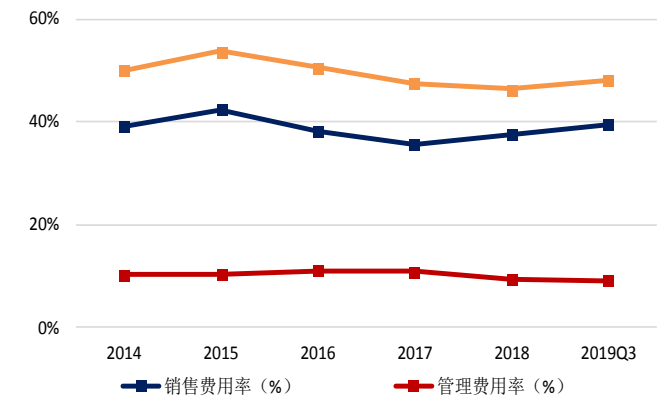
2) 公司前三季度毛利率提升 0.71pct (线上占比快速提升)；销售费用、管理费用、财务费用率分别 +0.58pct、+0.32pct、-0.71pct，期间费用率提升 0.19pct 至 48.05% (股权激励摊销增加，使得管理费用同比增长 39.78% 至 1.42 亿元)；净

图表 47 珀莱雅毛利润及归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 49 珀莱雅期间费用率情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

利率-0.42pct 至 11.21%。单三季度毛利率为 60.45%，比 H1 的 65.78% 下降 5.33pct，预计主要是产品结构及跨境业务的影响，也致使 Q3 单季度净利率为 8.58%。

3) 投资建议:

长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系、多渠道销售体系、差异化多品牌资产等核心竞争力。组织、激励机制、人才、营销灵活。2019 前三季度公司增速维持，品牌、品类的平台化孵化和管理、矩阵式发展战略预计将有效提质降本增效，有望把握电商渠道红利期。结合公司股权激励目标，我们维持此前业绩预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润约 3.8、4.9、5.9 亿元，对应当前市值为 47、36、30 倍 PE。化妆品优质赛道，公司作为 A 股稀缺化妆品优秀标的，享受估值溢价，持续看好公司布局，短看营销和爆款打造，长看平台化、集团化运作能力，维持“推荐”评级。

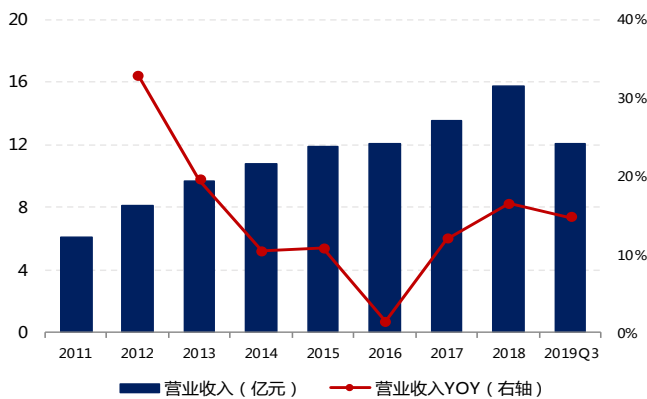
风险提示: 宏观经济超预期下滑，行业竞争加剧，公司品牌、品类、渠道拓展不力，营销策略失误，核心人才流失等。

2. 丸美股份: 单三季度销售费用投放减少，线上发力助增长

前三季度公司营收 12.12 亿元 (+14.77%)，归母净利润增速 52.26% 至 3.59 亿元，扣非后增速为 40.24% 达到 3.09 亿元。基本每股收益为 0.97 元/股，加权平均净增产收益率-1.1pct 至 20.78%。本期收到政府补助致使其他收益增加 3221 万元，叠加投资收益贡献，前三季度非经常性损益 5057 万元。经营活动产生的现金流量净额为 2.84 亿元 (+10.84%，主要是收入增长及政府补贴增加)。

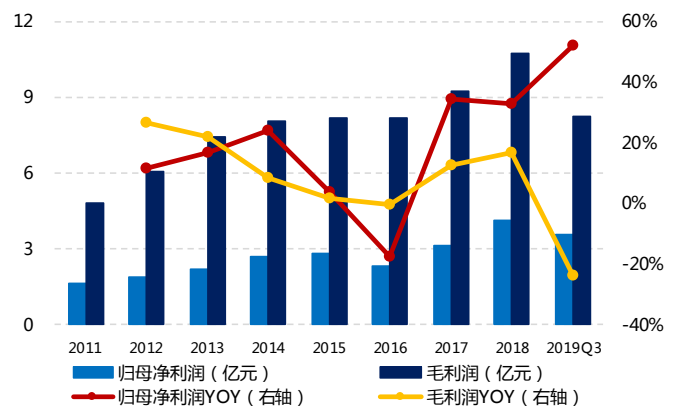
Q3 单季度公司营收 3.97 亿元 (同比增长 21.28%)，归母净利润增速 150.62% 至 1.03 亿元。单 Q3 净利率为 25.79%，上年同期为 11.73%。

图表 50 丸美股份营收及增速 (亿元, %)

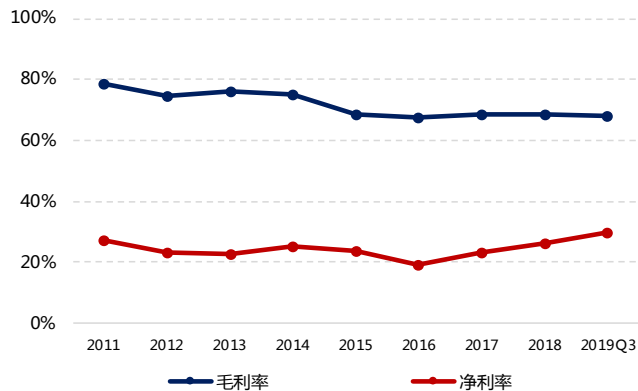


资料来源: wind、华创证券

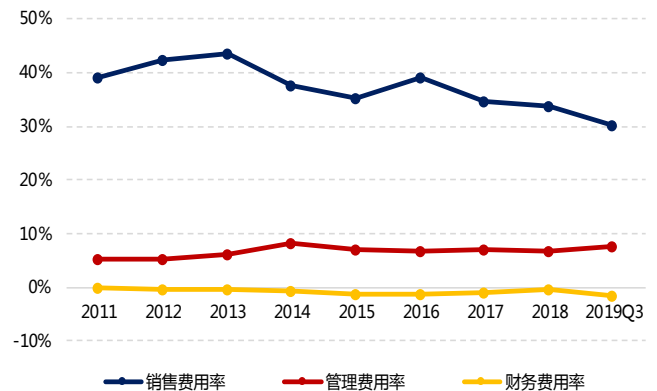
图表 51 丸美股份毛利润与归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 52 丸美股份毛利率与净利率 (%)


资料来源: wind、华创证券

图表 53 丸美股份期间费用率 (%)


资料来源: wind、华创证券

1) 社零中化妆品 2019 年前 9 月累计增速 12.8%，公司收入增速 14.77%，其中 Q3 单季度收入增速 21.28%，相比于 H1 的 11.85% 增速有明显提升，预计三季度电商发力明显。Q1-Q3 毛利率约 67.95%，净利率 29.47%（上年同期分别为 68.20% 和 22.09%，分别-0.25pct 和+7.38pct）。19Q1 毛利率、净利率分别为 66.4% 和 32.89%；19H1 分别为 68.42%、31.26%。毛利率季节性波动较大，受到原材料变化及产品结构、渠道的影响。

2) 2018Q3 单季度销售费用为 1.50 亿元，主要投放了《如懿传》等的视频广告，费用率较高；19Q3 单季销售费用减少 2240 万元至 1.28 亿元，而同期收入增长 21.28%，因此销售费用率从去年同期的 46% 下降至 32%，前三季度累计的销售费用率也从去年同期的 35% 下降至 19 年的 30.18%。

2018 全年及 2019 年 Q1/Q2/Q3 单季度的销售费用率分别为 33.93% 和 20.52%、36.27%、32.16%，季节性波动较为明显。2018 年销售费用为 5.34 亿元，19 前三季度累计投入 3.66 亿元销售费用，我们预计全年销售费用不会大幅波动，而随着销售收入增长，预计销售费用率略有下降。前三季度销售费用率下降带动期间费用率（含研发费用）下降 5.63% 至 41.83%。

3) 得益于经销模式（为主）的先款后货，公司应收账款状况控制持续优秀；销售会议业务借支增加带动其他应收款相比 2018 期末增加 77.68% 至 3kw；双十一销售旺季备货前提下，存货相比 2018 期末增加 34.54% 至 1.74 亿元，随着销货进行存货周转天数（0930 为 105.25 天，20181231 为 87.19 天）预计将回归合理水平。

4) 投资建议:

我们认为化妆品行业处于新一轮爆发期，需求仍将有较长期的中高速增长。公司定位眼霜品类，在国产品牌中竞品少，高端的产品和价格定位也区隔了消费群体。目前盈利水平佳，后续拓品牌、品类拥有相应空间，未来电商拓展、员工激励方面为潜在看点。我们维持此前测算，预计 2019-2021 年公司归母净利润约 4.9、5.75、6.7 亿元，当前股价对应 2019 年为 52 倍 pe，维持“推荐”评级。

风险提示: 产品安全事故，行业竞争加剧，品牌、品类拓展不力，营销策略失误等。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500