

证券研究报告—深度报告

社会服务

20 年年报及 21 年一季报总结

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 07 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《五一小长假快评: 旅游行业复苏更进一步, 结构特征依旧显著》——2021-05-07  
《2021 年 5 月投资策略: 五一长假再成景气度观察窗口, Q2 业绩较为关键》——2021-04-28  
《社服双周报 2021 年 05 期: 携程香港挂牌表现良好, 职业教育再获肯定》——2021-04-26  
《社服双周报 2021 年 04 期: 海伦司拟赴港上市, 清明小长假人气恢复 95 成》——2021-04-11  
《社会服务行业 4 月投资策略: 预计板块一季报低基数上较高增长, 清明出行人气良好》——2021-04-06

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098  
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367  
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991  
E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

行业专题

逐季复苏, 业绩验证成下一步关键

● 2020 年: 板块整体承压, 免税一枝独秀

2020 年, 旅游板块整体营收下滑 30.31%, 业绩下滑 91.87%, 扣非业绩下滑 116.04%, 主要系全球疫情致使旅游业严重承压, 其中出境游亏损严重; 重点公司营收下滑 26.63%, 业绩下滑 82.47%, 扣非业绩下滑 98.74%, 表现相对优于板块整体。免税一枝独秀外, 中国中免营收同增 8.2%, 业绩同增 32.57%, 逆势正增长主要系消费回流下海南离岛免税销售支撑; 此外景区板块的天目湖和餐饮板块的广州酒家表现相对优秀, 其余子版块受疫情影响均不同程度承压。

● 2021Q1: 复苏进行中, 春节后风格切换, 低估值&主题投资主导

2021Q1, 随着疫情的缓解和国内经济的复苏, 旅游板块收入业绩快速恢复: 收入同增 60.38%, 恢复至 2019 年同期的 85.42%; 业绩同增 223.64%, 恢复至 2019 年同期的 57.76%; 扣非业绩同增 190.51%, 恢复至 2019 年同期的 82.36%。伴随疫情防控趋稳及经济复苏, 市场风格切换下, 社服板块股价整体有所调整, 2 月中下旬以来低估值和主题投资主导, 中国中免(年初至 2.10)、宋城演艺(2 月)、首旅酒店(3 月)、锦江酒店(4 月)、天目湖(2-3 月)等阶段性表现突出。

● 五一小长假: 复苏更进一步, 结构特征依旧显著

国内游客人数完全恢复到疫情前水平甚至略超, 旅游收入恢复 77%。整体复苏程度好于清明, 但旅游收入尚未完全恢复, 或与部分投资者此前预期存在差异, 资金博弈与波动下板块也因此所调整。免税龙头、演艺龙头、酒店龙头等表现仍较为突出: 离岛免税继续高速增长, 而宋城演艺整体收入也超疫情前, 酒店龙头锦江、华住、首旅等 RevPAR 也恢复超越 2019 年同期水平, 餐饮龙头部分主力品牌同店表现也超过 2019 年同期, 此外休闲景区等龙头也多数恢复至甚至好于 2019 年同期, 总体来看, 细分景气赛道龙头恢复程度仍良好。

● 投资建议: 逐季复苏, 业绩验证成下一步行情关键, 优选龙头

维持板块“超配”。继续建议沿袭三条主线择优配置: 复苏次序、龙头集中、消费变迁。Q1 财报受 1-2 月疫情影响有所平缓, 而 Q2 经营以及业绩验证对下一步个股行情方向非常重要。短期综合“业绩确定性+短期事件催化+预期差程度”, 推荐中国中免、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、中公教育、华住集团-S、科锐国际、广州酒家、天目湖、中青旅、三特索道、百胜中国、九毛九、呷哺呷哺、海底捞等; 中长期继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、九毛九、海底捞、呷哺呷哺、百胜中国-S 等龙头。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
601888	中国中免	买入	288.00	562,313	5.36	6.91	53.76	41.66
300144	宋城演艺	买入	19.45	50,856	0.35	0.63	54.80	31.03
600258	首旅酒店	买入	22.96	22,678	0.72	1.06	31.85	21.60
600754	锦江酒店	买入	58.18	55,239	1.04	1.60	55.93	36.28
002607	中公教育	买入	23.83	146,969	0.48	0.65	49.25	36.76

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

独立性声明:

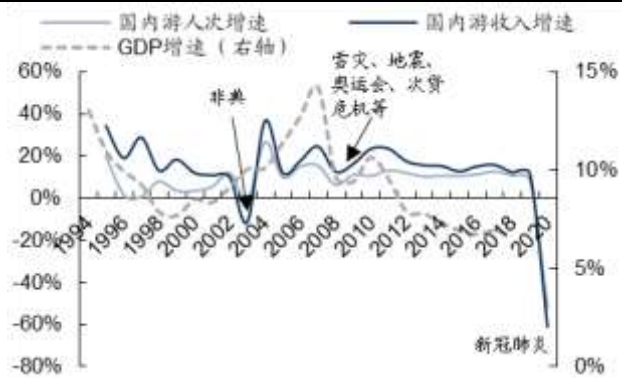
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 行业回顾：去年受疫情影响严重，但环比持续改善

根据文化和旅游数据显示，2020 年全年国内旅游人数为 28.8 亿人次，同比下降 52.1%；实现国内旅游收入 2.2 万亿元，同比下降 61.1%。预计全年入境旅游人数 2720 万人次，同比减少 81.3%；实现国际旅游收入 170 亿美元，同比减少 87.1%。中国公民出境旅游人数 2023 万人次，同比减少 86.9%。

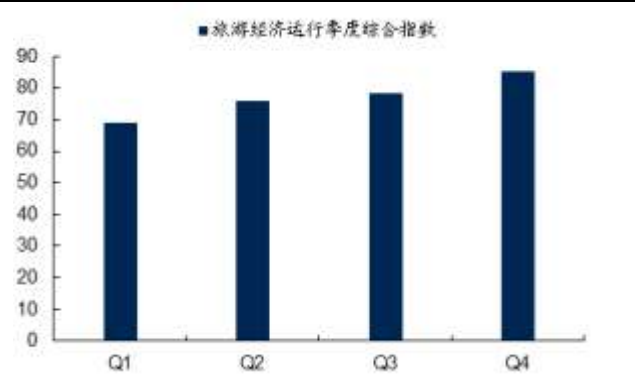
全年旅游经济总体呈现深度“U 型”走势。上半年有组织的旅游活动全面停滞，第三季度散客出游筑底回升，第四季度恢复跨省旅游业务全面提振消费和投资信心，开始步入深度“U 型”的右侧上升通道，恢复并巩固了环比增长的趋势。旅游经济运行季度综合指数分别为 68.95、75.69、78.47 和 85.32，同比下降但环比稳步回升。

图 1：2020 年国内旅游人次同比下滑 52%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图 2：经济运行季度综合指数环比提升



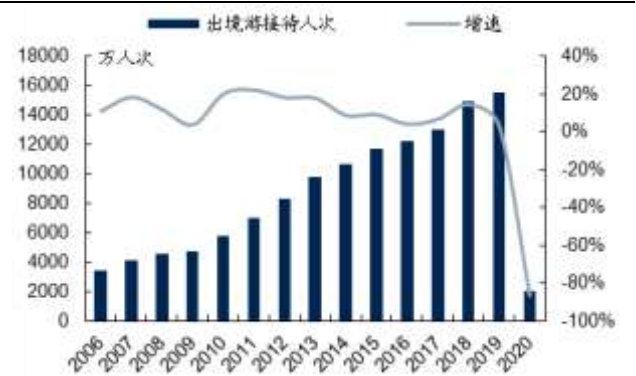
资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图 3：2020 年入境游人数下滑 81%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图 4：2020 年出境游人数下滑 87%



资料来源：Wind、文化和旅游部，国信证券经济研究所整理  
注释：14 年之前为“出境人次”，14 年及以后为“出境游人次”

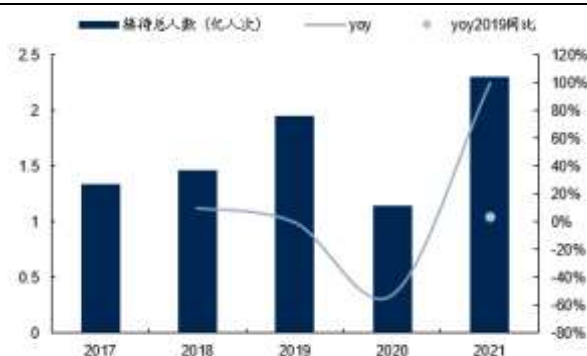
中国旅游研究院于 2021 年 2 月预计，2021 年国内旅游人数 41 亿人次，国内旅游收入 3.3 万亿元，分别比上年增长 42%和 48%，计算可得较 2019 年分别仍将同比下滑 32%和 42%。在新冠疫苗普及较为顺利，疫苗有效性相对乐观的情况下，入出境旅游市场有望在下半年有序启动，全年恢复至疫前的 3 成左右，其中接待入境游客同比增长超五成；实现国际旅游收入同比增长超六成五；中国公民出境旅游人数可望同比增长达七成。

## 五一黄金周：复苏更进一步，结构特征依旧显著

**游客人数恢复到疫情前，旅游收入恢复 77%，复苏程度显著好于清明**

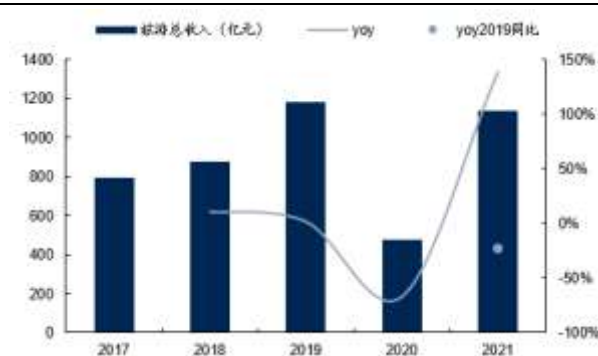
根据文化和旅游部数据中心测算，2021 年“五一”假期，全国国内旅游出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，按可比口径旅游人次恢复至疫情前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，同比增长 138.1%，按可比口径恢复至疫情前同期的 77.0%。考虑今年清明小长假期间国内旅游人次恢复到 2019 年同期的 95%，收入恢复到 2019 年同期的 57%，今年五一客流和收入恢复节奏相对更优，行业正在稳步复苏。其中国内旅游人次方面按可比口径已略超疫情前，出游需求仍然旺盛，但旅游收入按可比口径尚未完全恢复至 2019 年同期水平，这可能与部分投资者之前预期存在一定差异，我们预计与疫情后的经济、收入因素，景区分流限制部分影响二次消费、消费心理恢复度等因素相关。

图 5：全国 2017-2021 年“五一”假期接待游客数



资料来源：中国旅游研究院，新华社，国信证券经济研究所整理  
注：增速均为可比口径增速

图 6：全国 2017-2021 年“五一”假期旅游收入变化



资料来源：中国旅游研究院，新华社，国信证券经济研究所整理  
注：增速均为可比口径增速

进一步分析，2021 年五一假期民航预计运输旅客 866 万人次，比 2020 年五一增长 173.9%，比 2019 年五一下降 0.8%（清明假期民航客流较 2019 年同比下降 10.7%），显示民航出行人数基本恢复到疫情前。从铁路的情况来看，新华网报道，5 月 1 日，全国铁路发送旅客 1882.6 万人次，较 2019 年同期增长 9.2%，创下单日客流历史新高。从 OTA 的数据来看，携程五一小长假订单量同比 2019 年增长超 3 成，表现良好。此外，部分重点省市数据也如下表所示。

表 1：2021 年“五一”假期部分重点省市接待旅客数及收入

重点省市	接待旅客(万人次)	接待旅客 yoy	接待旅客 2019yoy	旅游总收入 (亿元)	旅游总收入 yoy	旅游总收入 2019yoy
北京市	842.6	81.90%	-1.6%	93	120%	-14%
上海市	1688.9	138.88%	-	-	-	-
重庆市 (景区)	1019.8	-	10.4%	-	-	-
四川省 (景区前三日)	1286.4	-	-	1.8	-	-
浙江省	1544.14	101.39%	46.52%	-	-	-
杭州	921.0	85%	-	-	-	-
湖南省 (景区)	780.6	187.30%	-	10.4	175.45%	-
张家界						
江苏省	3537.6	154.2%	11.06%	301.1	160.68%	12.03%
桂林	235.0	252.16%	24.22%	25.08	686.21%	23.85%

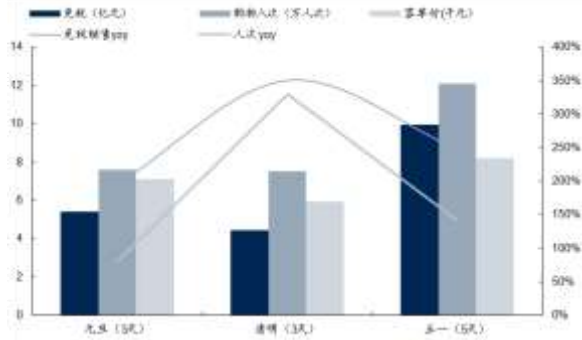
资料来源：各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

**免税、演艺和酒店等龙头表现较为突出，景区恢复程度好于清明**

**免税：离岛免税销售继续表现靓丽：**据海口海关的统计，5 月 1 日至 5 月 5 日，海口海关共监管离岛免税购物金额 9.93 亿元（日均近 2 亿元），购物人次 12.1 万人次，购物件数 134.5 万件，同比分别增长 248%、141%和 229%。如果考

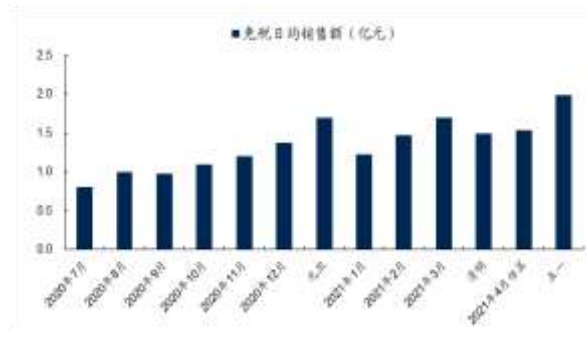
虑有税销售及统计时滞等，我们预计今年五一期间海南免税店销售额有望超 10 亿元，日均超 2 亿元。五一小长假期间，海南离岛免税人均花费 8207 元（纯免税口径），显著高于清明假期人均花费 5941 元，与海南 1-2 月旺季免税客单价相当，高于元旦客单价，继续表现靓丽。从日均变化趋势来看，五一离岛免税日均销售也高于此前小长假及 1-4 月表现。

图 7：海南离岛免税元旦、清明及五一表现



资料来源：海口海关、新华网、中经网等，国信证券经济研究所整理

图 8：海南离岛免税日均销售额变化趋势



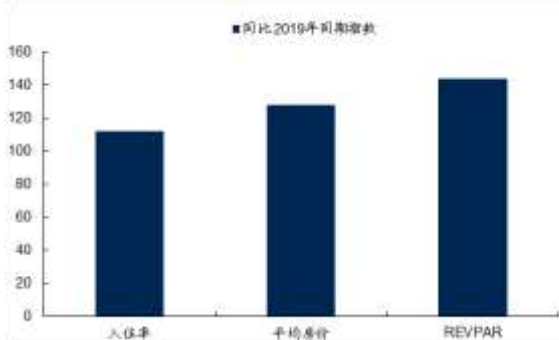
资料来源：中国旅游研究院，新华社，国信证券经济研究所整理  
注：增速均为可比口径增速

**演艺：宋城整体表现超预期。**五一小长假，全国 11 大宋城合计营收约 1.5 亿元，较 2019 年同期增长 42.71%；总接待游客 165 万人次，较 2019 年同期增长 35.45%，其中散客较 2019 年同期恢复率为 128.25%，团队游客较 2019 年同期恢复率为 154.48%；主秀演出 251 场，较 2019 年同期增加 88 场；各大指标全面大幅超越 2019 年同期，表现整体超预期。

其中，**上海宋城**：5 天收入超 2500 万元，接待游客 17.9 万人次，客单价创宋城所有景区新高，打破全国宋城开业当年黄金周纪录。其中亲子秀收入占比 35%、带餐秀收入占比 5%，演出集群模式初显。**杭州宋城**：接待人次达 43 万人次，较 2019 年同期增长 4.35%；营收超 4000 万元，较 2019 年同期增长约 15%，较此前恢复情况明显改善，游客平均逗留时长达 7.32 小时，创历史新高；散客较 2019 年同期恢复 108%，团队游客较 2019 年同期恢复约 85%。**桂林宋城**：接待游客 18.07 万人次，较 2019 年同期增长 68.25%，营收较 2019 年同期增长 47.02%，散客较 2019 年同期恢复 100%，团队游客较 2019 年同期恢复 203.35%，表现靓丽。

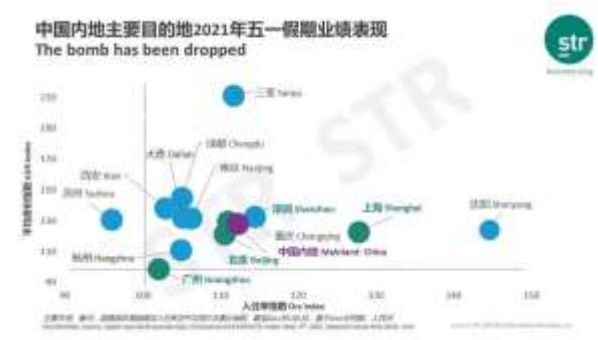
**酒店方面：行业层面**，根据 STR 数据，国内奢华、超高端和高端酒店市场，2021 年五一假期前三天对比 2019 年同期，入住率指数为 112，平均房价指数为 128，每间可售房收入指数 144。**聚焦酒店龙头**，结合我们的持续跟踪，预计五一期间，按可比口径（即五一前 4 天相比），华住、锦江、首旅整体 RevPAR 水平有望超过 2019 年同期水平，估算或有望较 2019 年同期增长 20%+，表现突出。

图 9：STR 数据国内奢华、超高端和高端酒店恢复良好



资料来源：海口海关、新华网、中经网等，国信证券经济研究所整理

图 10：中国内地主要目的地五一假期酒店表现



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

此外，参考 STR 数据，一线城市中，上海、深圳酒店业绩表现尤为突出，在每间可售房收入方面，上海超 2019 年同期 57%（入住率和房价提升均在 20%+），深圳超 2019 年同期 44%，广州与 2019 年同期相比基本持平，北京市场每间可售房收入指数达 134，入住率超 2019 年同期 10.5%，平均房价超同期 21%。

餐饮方面，根据相关反馈，海底捞五一小长假 5 天，翻台率估算恢复至 2019 同期年的 70%-75%；呷哺呷哺旗下呷哺品牌估算同店水平恢复至至 2019 年的 95%，凑凑品牌预计较 2019 年同期同比转正；九毛九（5.1-5.4）旗下九毛九品牌同店收入恢复至 19 年 92%，太二品牌同店收入达到 19 年 108%。

景区方面，客流恢复程度总体好于清明小长假，但表现略有所分化，整体如下表所示。

表 2: 2021 年“五一”假期重点景区接待旅客数及收入表现

景区	接待人数 (万)	总接待人数 同比	总接待人数 2019 同比恢复	总接待人数 2019 同比恢复 (可比口径)	旅游总收入 (万元)	旅游总收入 同比	旅游收入 2019 同比恢复	旅游收入 2019 同比恢复 (可比口径)	清明客流 恢复程度
黄山	10.5		93.50%	74.80%					53%
乌镇	32			估算恢复 90%			预计持平		60%+
杭州宋城	43		104.35%		4000		115%		
上海宋城	17.9				2500+				
西湖风景区	211			67.25%					
古北水镇	15		90%+				109%		70%+
长白山	4.2		94.17%	75.34%					
峨眉山	12.11	148.75%	147.07%		1385.38	126.22%	129.51%		94%
张家界天门山 景区	12.98	141.20%							47.76%
张家界武陵源 景区	12.84	164.84%	约 110%	约 90%					57.84%
乐山大佛	2.73	292.90%							
九寨沟	9.78				1316				
武夷山	42.2	186.88%	130.17%		50700	290.31%	149.24%		
桂林宋城	18.07		168.25%				147.02%		
三亚南山	6.4			120%+					80%-90%
华山	10.44	422.00%	92.80%	74.24%	1345.19	383%			
漓江景区(含 排筏)	3.8		123.10%						
梵净山			128%				118%		
海南浪漫天缘			188%				161%		
武汉东湖海洋乐园			141%				151%		

资料来源:各地旅游局、各公司官网或官微、新浪微博、中新网等，国信证券经济研究所整理

注: 部分较 2019 年可比口径增长为我们估算数据，即将 5 天数据转化为日均，与 2019 年 4 天日均相比。

**中青旅:** 乌镇景区预计五一小长假客流预计有望较 2019 年恢复 9 成，营收预计与 2019 年同期持平；古北水镇景区五一小长假预计客流恢复 9 成+，营收或有望较 2019 年同期同比转正，恢复程度预计均好于清明小长假。

**天目湖旗下景区:** 依托休闲游优势以及竹溪谷贡献，预计客流恢复至 2019 年的同期，总收入有望较 2019 年同比增长约 30%增长 31%，剔除竹溪谷影响估算较 2019 年同期增长近 2 成。

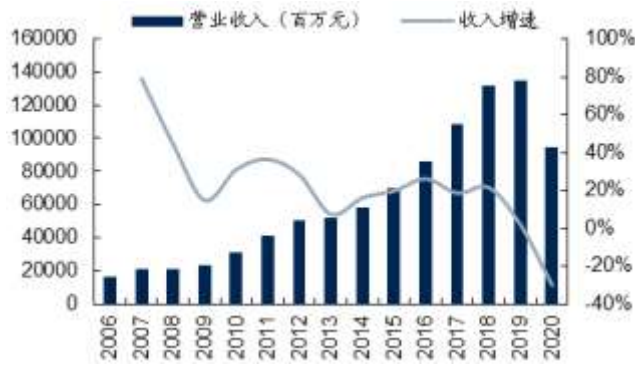
**三特索道:** 旗下景区小长假合计接待游客 32.66 万人，较 19 年同期恢复 118.08%，剔除项目收购等因素影响，可比口径恢复 126.13%，营业收入 2562.40 万元，较 2019 年同期恢复 137.04%，可比口径恢复 125.89%。其中梵净山每日营业收入均突破 100 万元，接待人数、营业收入分别较 2019 年同期恢复 128%、118%。此外，黄山景区客流 10.5 万人次，恢复到 2019 年同期的 93.5%；峨眉山景区客流较 2019 年增长 47.07%，营收较 2019 年同期增长 29.51%。张家界武陵源景区客流 12.84 万人次，同比增长 165%；九寨沟景区客流 9.78 万人次，门票收入约 1316 万元，迎震后最大客流高峰；三亚南山前三日（5.1-5.3）客流超 6.4 万人次，日均较 2019 年增 20%+。

## 2020 年报总结：板块整体承压，免税一枝独秀

### 2020 年旅游板块整体收入下滑 30%，扣非业绩下滑 116%

2020 年，在考虑追溯调整的情况下，旅游板块整体营收下滑 30.31%，疫情下显著承压，仅有免税子板块保持正增长；业绩下降 91.87%，扣非后下降 116.04%，业绩呈现负增长，主要系全球疫情致使旅游业严重承压，其中出境游亏损严重。

图 11：2020 年旅游板块收入下滑 30.31%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

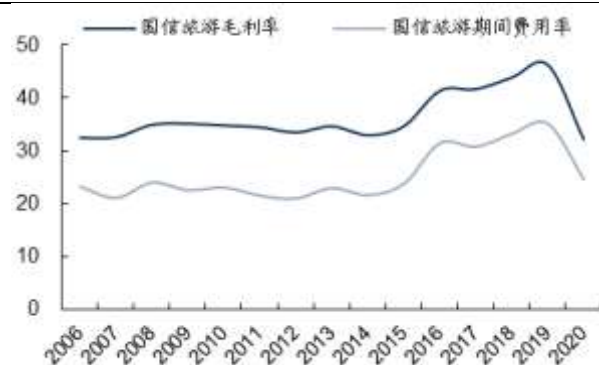
图 12：2020 年旅游板块业绩下滑 91.87%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

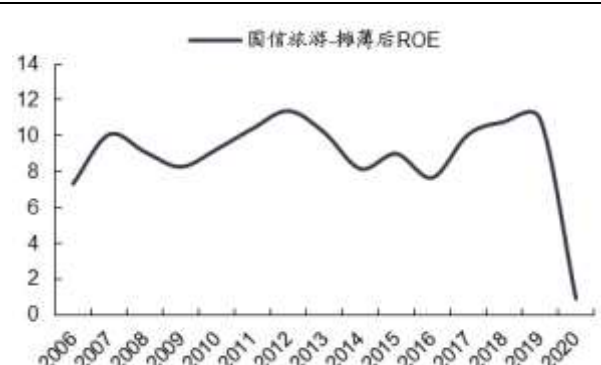
从旅游板块的经营能力来看：2020 年，旅游板块整体毛利率为 32.32%（整体法），与 2019 年相比下降 14.05pct，主要受疫情打击较严重的酒店（同比下滑 66.17pct）、餐饮（同比下滑 22.63pct）、出境游（同比下滑 12.26pct）板块拖累，除综合（同比上升 3.43pct）外其他子板块毛利率也有不同程度承压；期间费用率为 24.69%（整体法），较 2019 年下降了 10.52pct，主要受酒店板块销售费用率下降（同比下降 45.32pct，系执行新收入准则所致）影响；**旅游板块摊薄后 ROE 为 0.94%（整体法），较 2019 年下滑 9.99pct**，主要系受出境游（同比下滑 126.04pct，疫情影响下几乎停摆）、演艺（同比下滑 37.58pct）等板块 ROE 拖累，其他版块也有不同程度承压。

图 13：2006-2020 年旅游板块毛利率和期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：2006-2020 年旅游板块 ROE 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

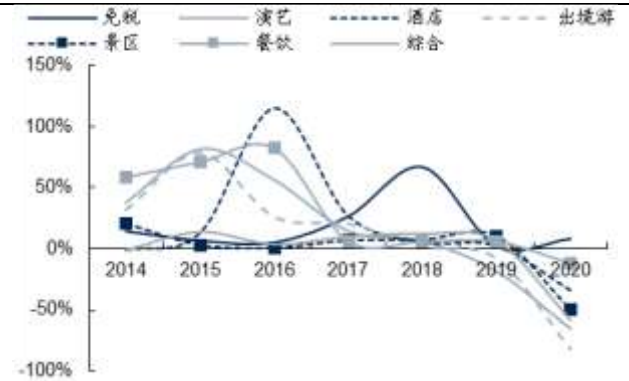
### 2020 年子行业分化：免税一枝独秀，其他不同程度承压

为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 29 个上市公司分为 7 个子板块。分别是免税类（中国国旅），景区类（张家界、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、黄山旅游、中青旅、大连圣亚、长白山、天目湖、九华旅游），酒店类（首旅酒店、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、大东海 A），出境游类（凯撒旅游、众信旅游），餐饮类（广州酒家、全聚德、西安饮食），演艺类（宋城演艺），

综合类（岭南控股、西安旅游、西藏旅游、国旅联合、云南旅游、曲江文旅）。

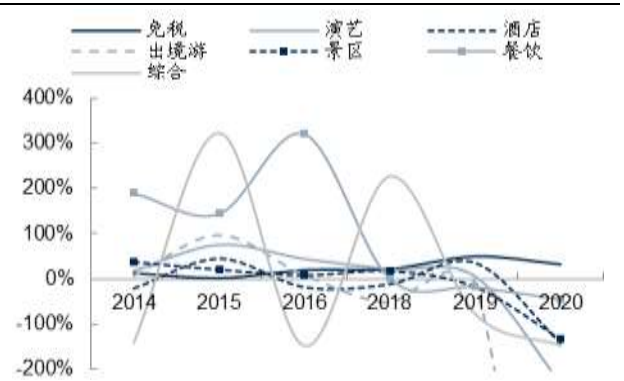
具体来看旅游各子板块，从营收增速来看，免税（8.20%）>餐饮（-12.05%）>酒店（-34.58%）>景区（-49.60%）>综合（-57.87%）>演艺（-65.44%）>出境游（-82.86%），其中免税逆势正增长主要系消费回流下海南离岛免税销售支撑。

图 15：2020 年旅游各板块营收增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响；中国国旅/宋城演艺考虑剥离影响

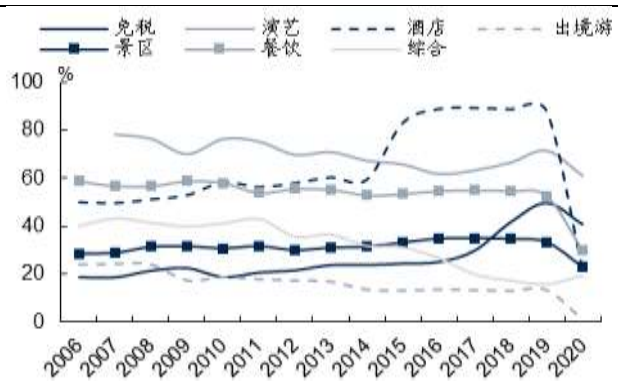
图 16：2020 年旅游各板块业绩增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响；中国国旅/宋城演艺考虑剥离影响

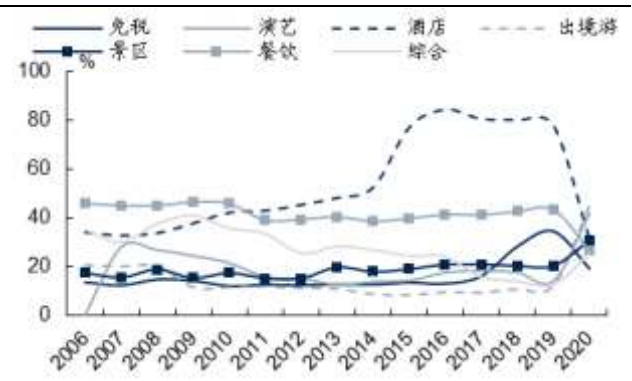
从业绩来看，免税（32.57%）>餐饮（-44.77%）>景区（-133.23%）>酒店（-141.25%）>综合（-148.20%）>演艺（-230.80%）>出境游（-1221.47%），受到全球疫情冲击，各国加强出入境管控，出境游受到严重打击。

图 17：2006-2020 年各子板块毛利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：2006-2020 年各子板块期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

免税板块即中国中免逆势表现靓丽。考虑收购海免追溯调整影响下，公司营收同比增长 8.20%，归母业绩同比增长 32.57%，扣非业绩同比增长 55.83%，主要系海南离岛免税表现靓丽+线上发力+上机租金调整，其中三亚免税店业绩 29.68 亿元/+108.87%，海免业绩 6.57 亿元/+168.77%，估算上机租金调整带来一次性冲回 7.5 亿元，此外日上中国亏损近 8 亿。

演艺板块承压显著，疫情下游客出游条件受到限制，尤其是人流密集的室内演出，加上疫情后团体游恢复程度慢于散客，影响国内旅游演艺市场的整体恢复速度。2020 年，宋城演艺营收-65.44%，归母业绩亏损 17.52 亿元，扣非亏 17.68 亿元，花房减值影响 18 亿+系亏损主因。剔除花房减值扰动等影响，公司 2020 年业绩/扣非业绩 1.14 亿元、0.98 亿元，同降 9 成。其中三亚、丽江表现相对良好，杭州、九寨、桂林、张家界、西安等项目亏损，轻资产贡献收入 1.83 亿元。

酒店板块在疫情之下经营全面承压，虽然疫情后国内酒店业务逐渐复苏，但国

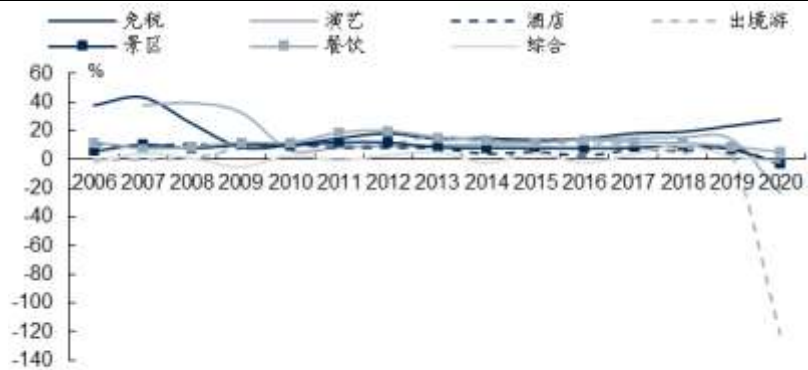
外酒店业务仍承压显著。2020年酒店板块整体收入-34.58%，业绩-141.25%，扣非业绩-214.58%。龙头表现相对优于行业平均。其中**锦江酒店**收入-34.45%、业绩-89.91%、扣非业绩亏损6.70亿元/-175.05%，其中**维也纳权益业绩贡献2.40亿元/-6.44%，疫情下表现出色，境外亏损8.33亿元拖累。首旅酒店**收入-36.45%、业绩-156.05%、扣非业绩亏损5.27亿元/-164.61%。

**出境游板块**，疫情影响下出境游基本全面停滞，各国和地区采取入境管制措施使其在旅游板块内受到的影响最大，板块整体收入下滑82.86%，业绩亏损明显。其中**凯撒旅业**收入-73.25%、扣非业绩亏损7.63亿元，主业承压+易生金服权益亏损2.95亿元。**众信旅游**收入-87.44%、扣非业绩亏损14.88亿元，主业承压+资产减值损失7.68亿元。

**景区板块**收入同减49.60%、业绩下滑133.43%、扣非业绩下滑176.09%，疫情防控下景区客流管制等影响，各地景区均遭受不同程度打击，其中周边休闲游目的地恢复趋势相对优于观光游。**天目湖**收入-26%，业绩5489万元/-56%，扣非业绩2820万元/-77%，表现优秀，存量业务环比改善明显+竹溪谷带来增量贡献。**中青旅**营收-49.12%，归母业绩亏损2.32亿元，同降140.85%（扣非后业绩亏损3.95亿元，同比下降191.44%）。**三特索道**营收-40%，归母业绩2852万元/+150%，扣非业绩亏损1.60亿元/-7678%，主要系期内转让5家参控股公司非经收益影响。

**餐饮板块**在疫情发生之初严重受创，许多餐厅被迫关闭线下门店，但随着疫情防控趋稳，得益于外卖和本地消费恢复，疫情后期餐饮逐渐复苏，餐饮板块收入-12.05%，业绩-44.77%。其中**广州酒家**营收同增9%（剔除会计准则影响同增12%），归母业绩4.64亿/+21%，表现靓丽，主要系速冻、月饼等食品业务发力，以及餐饮业务环比改善。

图 19: 2006-2020 年各子板块 ROE 走势



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综合来看，2020年，各子板块整体毛利率排序为：演艺（60.93%）>免税（40.64%）>餐饮（29.86%）>景区（22.95%）>酒店（21.66%）>综合（19.35%）>出境游（0.92%）；各子板块的期间费用率排序为：出境游（44.60%）>演艺（41.70%）>酒店（31.29%）>景区（30.31%）>餐饮（26.24%）>综合（25.31%）>免税（18.90%）；摊薄后 ROE 排序为：免税（27.52%）>餐饮（4.81%）>综合（-1.23%）>景区（-2.52%）>酒店（-3.50%）>演艺（-23.64%）>出境游（-122.00%）。

### 2020 年重点公司业绩下滑 82%，相对优于板块整体

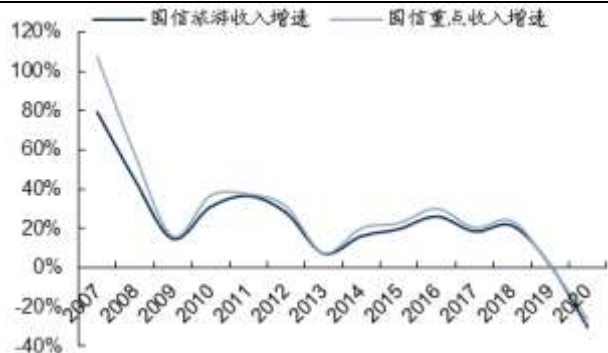
目前，我们重点跟踪 15 家旅游上市公司如下：中国国旅、中青旅、首旅酒店、黄山旅游、锦江酒店、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、宋城演艺、



众信旅游、凯撒旅游、广州酒家、天目湖。

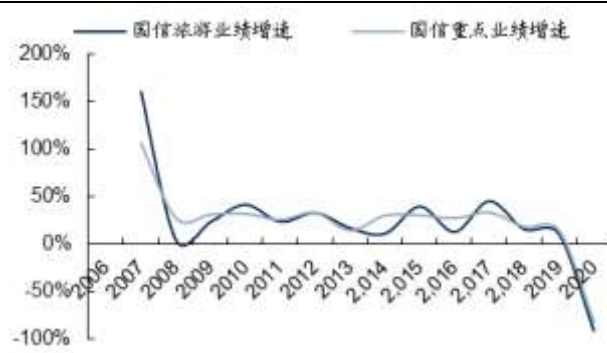
在考虑了追溯调整影响后，2020年，重点公司收入下降26.63%，业绩下降82.47%，扣非后下降98.74%，表现相对优于板块整体，仍系板块盈利核心。其中免税、演艺、餐饮业绩表现或恢复程度较好，酒店、景区、综合业绩受疫情影响大，出境游重点公司业绩承压最为明显。

图 20: 2020 年重点公司营收整体下滑 26.63%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

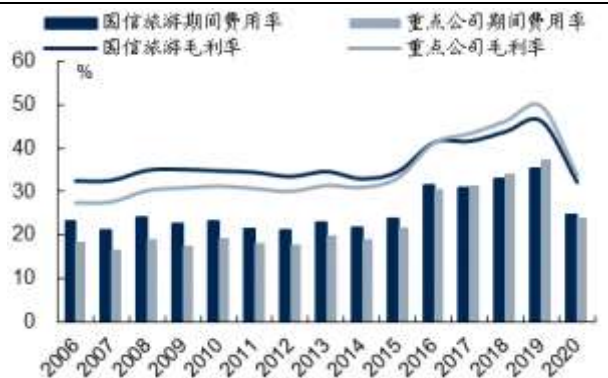
图 21: 2020 年重点公司业绩整体下滑 82.47%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

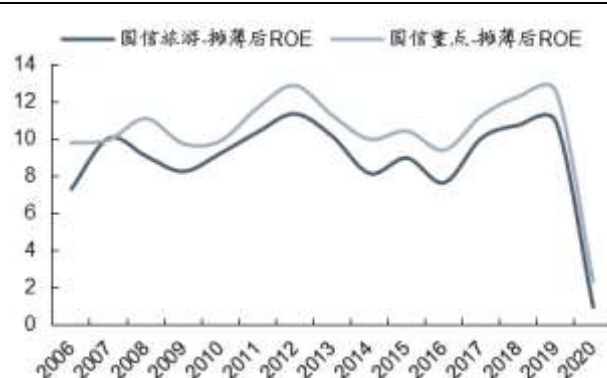
从经营能力来看，2020年重点公司整体毛利率为33.79%，较2019年下降15.90pct；期间费用率23.92%，较2019年下降13.38pct，其中毛利率与受疫情影响较大的酒店、出境游等有关；期间费率主要系酒店执行新收入准则销售费用大幅度下降所致。重点公司毛利率高于板块平均水平，而期间费用率则低于板块整体，重点公司成本费用结构优势更为明显。此外，重点公司2020年摊薄后ROE为2.32%，较2019年下降10.27pct，但仍高于旅游板块整体水平。

图 22: 2006-2020 年重点公司毛利率和期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2006-2020 年重点公司整体 ROE 走势

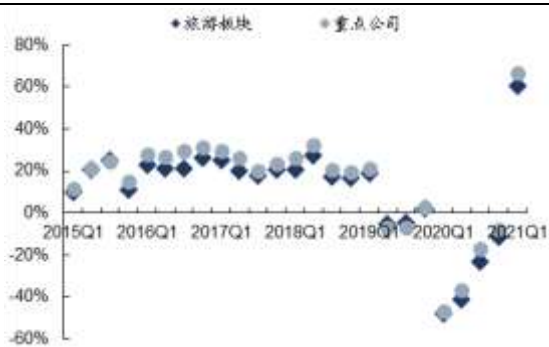


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2020 分季度: 收入环比逐季改善, 业绩有所波动, 整体趋势向好**

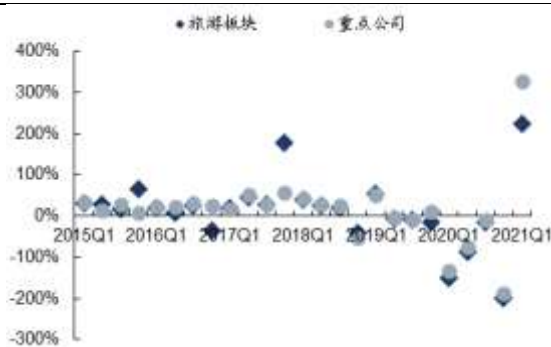
2020年，从旅游板块收入逐季度变化来看，疫情支出板块承压显著，此后逐季复苏。具体来看，2020Q1 板块整体收入下滑48.00%，主要系疫情之初各细分板块受损严重。但随着后续疫情防控趋稳，板块收入也逐渐恢复，Q2-Q4 收入分别下滑41.56%、23.22%、11.30%，降幅收窄。从重点公司的收入变化趋势来看，与旅游板块整体各季度变化趋势大致相当，Q1-Q4 收入分别同比-46.95%、-37.01%、-17.23%、-7.94%，环比改善明显。

图 24: 旅游板块各季度收入增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

图 25: 旅游板块和重点公司业绩增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

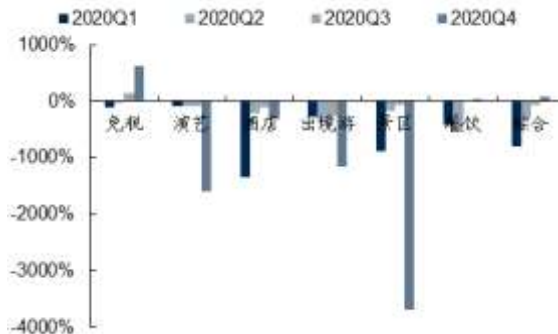
2020 年, 从旅游板块业绩逐季度变化来看, Q1 明显承压, Q2-Q3 环比改善, Q4 受行业淡季及减值等扰动业绩降幅扩大。具体来看, 2020Q1 板块整体业绩下滑 149.33%, Q2-Q3 分别下滑 87.79%、15.08%, 降幅收窄; 但 Q4 因减值等扰动, 业绩下滑 199.05%。从重点公司业绩变化趋势来看, 与旅游板块整体各季度变化趋势大致相当, Q1-Q4 业绩分别同比-133.63%、-74.60%、-8.24%、-188.62%。

图 26: 细分子板块逐季度收入增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响

图 27: 细分子板块逐季度扣非业绩增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 考虑了追溯调整的影响; 出境游板块 Q4-1373%, 综合板块-2130%。

具体来看, **免税板块**即中国中免考虑收购海免追溯调整 19Q4 影响, 公司收入同增 40.13%, 业绩同增 613.83%, 扣非业绩 29.75 亿元/+621.81%, 主要因海南离岛免税表现靓丽、上机租金调整带来一次性冲回 7.5 亿、2019Q4 基数低。**演艺板块**即宋城演艺 Q4 收入下滑 29.96%, 归母业绩亏损 18.86 亿, 扣非业绩亏损 18.79 亿, 主要系花房减值拖累。

**酒店板块** Q4 收入下滑 19.94%, 业绩由盈转亏下滑 137.65%。其中**首旅酒店** Q4 收入同降 18%, 相对好于 Q3 (-25%), 扣非恢复程度与 Q3 相当, 考虑淡季等刚性费用因素, 上述表现仍较良好。**锦江酒店** Q4 营收下滑 24.15%, 业绩亏损 1.91 亿元, 扣非亏损 2.65 亿元, 其中 Q4 境内酒店较 Q3 加速复苏, 但海外卢浮 Q4 进一步承压增亏。

**出境游板块** Q4 收入下滑 85.49%, 业绩增亏明显。其中众信旅游 Q4 营收下滑 93.15%, 业绩亏损 11.68 亿元, 增亏 11.22 亿元, 主要与计提资产减值损失等扰动相关。凯撒旅业 Q4 收入同比下滑 67.43%, 归母业绩亏损 5.05 亿元, 同比下滑 458.21%, 扣非归母业绩亏损 5.61 万元, 同比下滑 526.45%。

**景区板块** Q4 收入下滑 37.80%, 业绩由盈转亏, 亏损压力明显。其中天目湖 Q4 公司营业收入同增 29%, 业绩低基数基础上同增 209%, 主要系委托理财收益 1313 万元, 扣非后同增 28%, 主要是疫后恢复良好及竹溪谷项目增量贡献,

剔除竹溪谷扣非业绩同增 3%，疫情大环境下表现优秀。中青旅 Q4 收入下滑 44.48%，恢复程度略逊于 Q3，业绩亏损 1.04 亿元/-546.43%，扣非业绩亏损 1.06 亿元/-1085.96%，疫情因素叠加淡季影响导致 Q4 仍然承压。

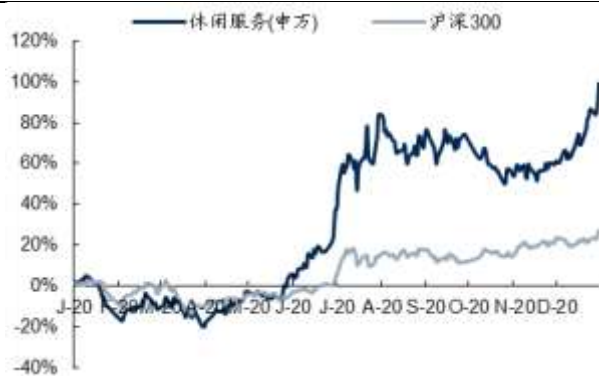
餐饮板块 Q4 收入增 5.55%，扣非业绩低基数基础上增 30.57%。其中广州酒家 Q4 收入/业绩/扣非业绩分别增 17%/76%/46%，增势靓丽，预计主要因 19Q4 低基数（新产能上线致阶段成本费用增加）以及成本费用等持续优化。

### 2020 年复盘：社服板块先抑后扬，权重股支撑下累计上涨 99%

疫情之下，休闲服务板块先抑后扬。今年 Q1 受国内疫情爆发影响，行业承压显著，板块整体股价下跌 20.08%（同期沪深 300 下滑 10.02%），跑输大盘 10.06pct，酒店、免税、演艺、景区各子板块全线回调。4 月以来国内疫情形势逐渐缓和，免税、酒店、演艺等子板块经营逐渐复苏，带动板块复苏反弹，其中免税尤其突出，而景区、出境游等板块相对收益仍有所承压。Q3 社服板块持续回暖，尤其是免在海南政策红利以及消费回流支撑下，显著领涨板块，酒店板块经营数据环比持续回暖，子板块涨幅同样靓丽，演艺、景区因复苏节奏相对平缓整体表现平稳。Q4，受资金风格变化影响及海南竞争格局的担忧等，前期涨幅较大的免税板块有所回调，但累计涨幅依旧居前，而酒店板块在经营数据持续回暖支撑下，伴随周期复苏逻辑持续走强，演艺、景区等板块淡季影响下略有回调。

权重股支撑下，休闲服务板块累计涨幅排名位居第一，免税力扛。2020 年全年，休闲服务指数累计上涨 99%，大幅跑赢沪深 300 指数（+27%）72pct，累计涨幅按申万一级行业计算居各行业第一位。社服板块逆势大幅跑赢大盘，主要来自权重股中国中免领涨，疫情下受益电商模式创新+海外消费回流；此外锦江酒店（开店加快+国内业务恢复良好+再融资）、凯撒旅业（免税题材+再融资）、广州酒家（速冻受益+月饼产能释放）、天目湖（周边休闲游）等涨幅居前。

图 28：2020 年休闲服务指数累计上涨 99%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29：2020 年休闲服务板块个股涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

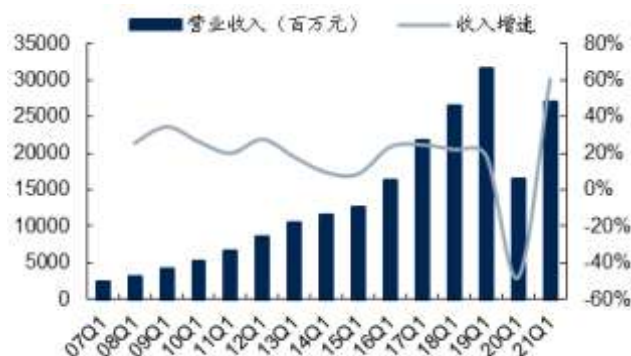
进一步展开分析：2020 年，板块最核心权重股中国中免领涨，累计上涨 219%，其中 Q3 单季股价上涨 60%，主要系免税行业受国内外疫情影响，电商创新+政策红利，消费回流加速，海南离岛免税行业独领风骚。与此同时，酒店板块锦江酒店股价累计涨 83%，涨幅排名第二，Q2 至年末涨 119%，主要受益行业复苏、内部整合提速及疫情后龙头有望加速集中，持续高速开店。出境游龙头凯撒旅业虽然基本面短期显著承压，但股价表现相对突出，股价累计上涨 47%，主要与其市值较小，拟进行免税相关布局等预期相关。广州酒家股价累计涨 29%，主要与速冻、月饼等食品业务收入增长良好相关。宋城演艺累计涨 4%，受部分地区疫情二次反复影响，整体表现平稳；黄山旅游、峨眉山 A 等自然景区表现相对承压。

## 2021Q1: 复苏进行中，二次疫情导致阶段承压

### 2021Q1 旅游板块收入、扣非业绩恢复至 2019 年同期 85%、82%

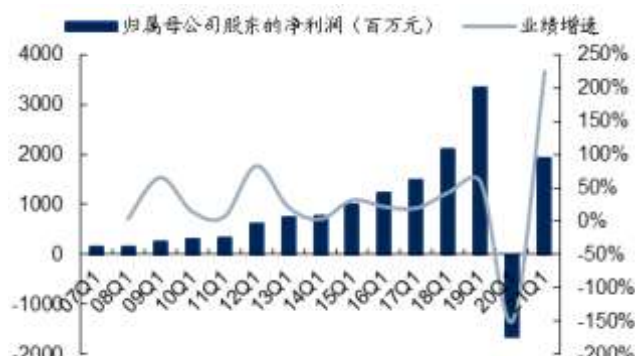
2021Q1，旅游板块收入同比增长 60.38%，恢复至 2019 年同期的 85.42%；业绩增长 223.64%，恢复至 2019 年同期的 57.76%；扣非后增长 190.51%，恢复至 2019 年同期的 82.36%。2021 年 Q1 重点公司营收增长 66.74%，高于旅游板块同期增速，业绩增长为 326.50%，扣非后增长 254.34%，分别恢复至 2019 年同期的 90.49%、69.41%、98.19%，恢复程度优于板块整体。

图 30: 2021Q1 旅游板块营收增长 60%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

图 31: 2021Q1 旅游板块业绩同比增长 224%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

分子板块而言，对比 2020Q1，从营收增速来看，演艺（128.10%）>免税（127.48%）>景区（39.91%）>餐饮（28.83%）>酒店（21.33%）>综合（-12.25%）>出境游（-82.40%），演艺低基数基础上增长最快，免税仍保持靓丽增长，出境游高基数下承压明显；从业绩来看，免税实现扭亏为盈，演艺低基数上高增长，酒店、景区、出境游、餐饮、综合等板块仍然亏损，主要受冬季疫情反复拖累。

**免税板块营收和业绩表现仍良好。**2021Q1，公司营收同比增长 127.48%，归母业绩 28.49 亿元，扣非后业绩 28.34 亿元（去年同期亏损）；与 2019Q1 相比，公司 21Q1 营收增长 32%、业绩增约 24%，扣非增约 78%，表现良好。主要系海南仍表现突出，但首都机场谈判、所得税优惠预计尚未落定。

**演艺板块** 2021Q1 较去年同期有所改善，但仍未恢复到 2019 年同期水平。**宋城演艺 2021Q1** 营收+128.10%，业绩+164.99%，扣非业绩 1.30 亿元。剔除花房投资收益贡献，公司 2021Q1 实现归母业绩 1.08 亿元，考虑疫情影响相对良好。其中，虽然 1-2 月疫情反复，但伴随 3 月逐步有所复苏和公司持续良好的成本费用控制，预计存量演艺项目有望同比扭亏实现盈利。

**酒店板块**整体收入同增 21.33%，恢复到 2019Q1 的 69.30%；业绩减亏，扣费业绩减亏，压力仍存，主要是年初疫情等因素影响。其中**锦江酒店**收入+5.06%，较 2019Q1 恢复 79%；业绩亏算 1.83 亿元，扣非亏 1.61 亿元/-72.12%，主要是海外卢浮拖累+20Q1 集团购买酒店服务影响。**首旅酒店**营收增加 58.75%，相比 2019Q1，公司营收恢复 65%；归母业绩-1.82 亿元（扣非-1.90 亿元），减亏 65.41%，仍有压力。

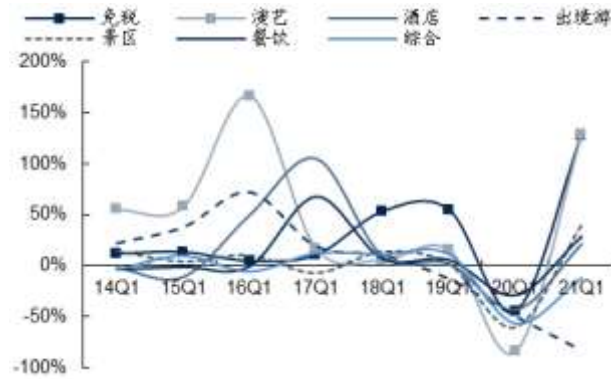
**出境游板块**，收入下滑 82.86%，业绩下滑 80.89%（增亏），扣费业绩下滑 80%（增亏），国外疫情拖累出境游复苏，短期仍承压，需跟踪海外疫情进展。其中**凯撒旅业** 2021Q1 收入-68%，业绩-47%；**众信旅游**收入-92%、业绩-157%。

**景区板块**收入同增 39.91%，业绩增加 63.03%（减亏）。其中重点公司天目湖营收增加 269%，相比 2019Q1 下滑 12%，主要受冬季二次疫情拖累；扣非业

绩亏损 597 万元，减亏 2262 万元。

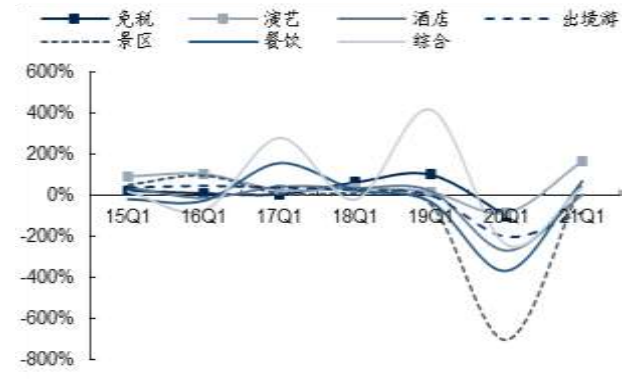
**餐饮板块**收入同增 28.83%，业绩及扣非业绩减亏。其中广州酒家恢复良好，营收同比增长 29%，归母业绩同增 290%，扣非业绩为 0.45 亿/+257%（相比 19 年增 7%）。

图 32：2021Q1 各板块收入增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响

图 33：2021Q1 旅游各板块业绩增速情况

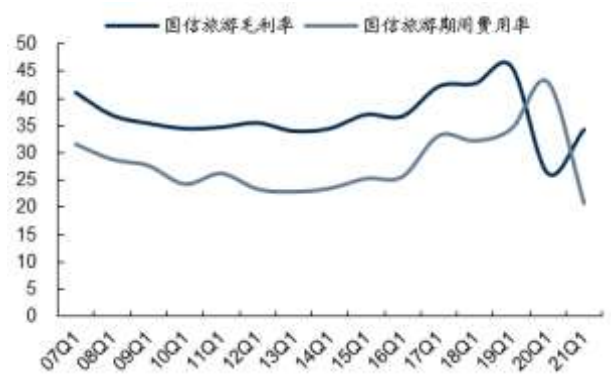


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响，免税 21Q1 增速 13129%未在图中显示

从经营能力的变化来看，2021Q1，随着疫情的缓解，国内经济逐步复苏，旅游板块经营状况有所改善，毛利率同比上升 8.11pct，期间费用率下降 22.16pct。毛利率方面，景区板块毛利率同比上升 22.33pct，酒店板块毛利率同比上升 12.29pct，与国内旅游的恢复有关；演艺板块毛利率同比下降 13.23pct。费用率方面，除出境游板块和综合版块期间费用率分别上升 62.38pct、3.54pct 外，其他子版块费用率均有所下降。

从摊薄后 ROE 的变化来看，2021Q1 板块摊薄后的 ROE 为 1.97%，较 2020Q1 同比上升 3.76pct，随着国内出行限制的逐步解除，旅游板块盈利能力有所恢复，除出境游板块外 ROE 均有所上升。

图 34：07-20Q1 旅游板块期间费用率和毛利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 35：07-21Q1 旅游板块整体 ROE 走势

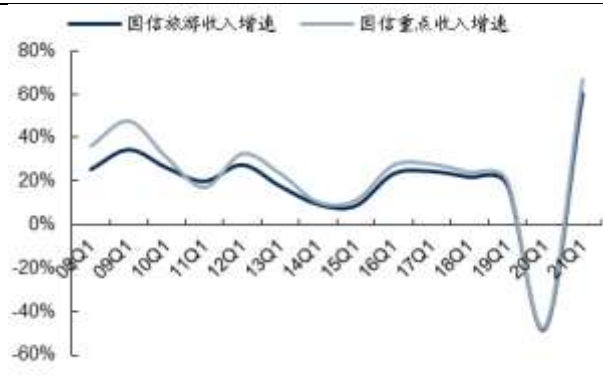


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 2020Q1 重点公司营收同比下滑 49%，业绩下滑 136%

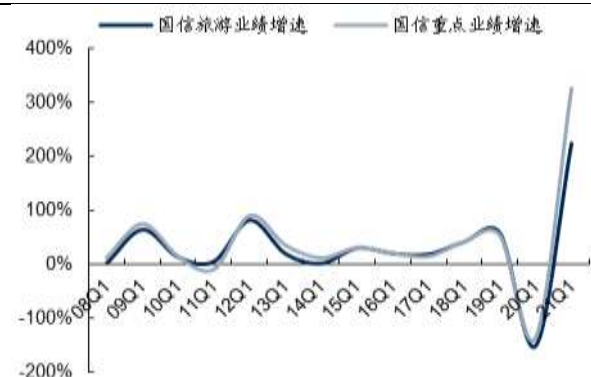
2020Q1，在考虑了相关公司追溯调整的影响后，重点公司营业收入同比下滑 48.64%，重点公司归属母公司股东的净利润亏损 11.78 亿元/-135.52%，扣非后业绩 15.11 亿元/166.37%，业绩均明显承压。

图 36: 2021Q1 重点公司营收同比下滑 49%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 上述测算考虑了追溯调整的影响

图 37: 2021Q1 重点公司业绩整体下滑 136%



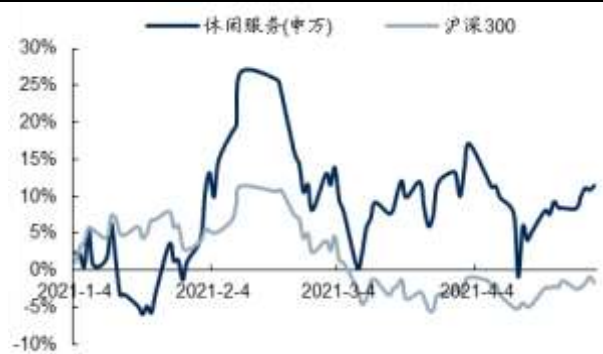
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 上述测算考虑了追溯调整的影响

**2021 年以来板块复盘: 风格切换下有所调整, 低估值&主题投资主导**

2021 年初, 社服板块伴随大盘有所调整, 但 1 月下旬起强劲上涨, 在春节前走出了靓丽趋势, 年初至 2 月 10 日社服板块累计上涨 26.88%, 跑赢沪深 300 指数 15.44pct。春节后, 在核心资产估值高企的背景下, 出于对经济复苏向好、流动性收紧预期的担忧, 大盘整体进入震荡调整期, 核心资产股价调整明显, 权重股下探带动社服板块整体调整, 2 月 10 日至 3 月 8 日累计下跌 26.52%。此后进入震荡调整期, 去年涨幅居前估值较高的龙头个股表现相对平稳, 低估值个股或主题投资型个股阶段表现相对突出。截至 4 月底, 社服板块累计上涨 11.48%, 跑赢沪深 300 指数 13.16%。

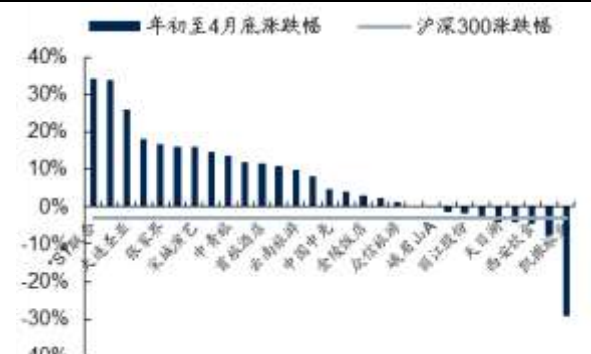
从个股表现来看, 低估值个股或主题投资型个股阶段表现相对突出, 年初至 4 月底, 累计涨幅排名前五的个股分别为\*ST 联合 (+34.12%)、桂林旅游 (+34.00%)、大连圣亚 (+26.04%)、\*ST 东海 A (+18.22%)、张家界 (+16.77%)。此外我们关注的免税、演艺、酒店、景区等重点个股阶段表现突出, 年初至 2 月 10 日中国中免累计涨幅位列行业首位, 累计上涨 37.32%。2 月整体来看, 宋城演艺表现突出, 累计涨幅 22.64%, 主要系演艺复苏及上海项目即将开业催化; 此外 2 月天目湖累计上涨 10.09%, 周边游复苏的受益标的。3 月首旅酒店 (+14.98%)、天目湖 (+14.82%) 涨幅领先, 主要系估值修复+疫后复苏等逻辑。4 月锦江酒店的表现较好, 累计涨幅 10.27%, 有业绩支撑的优质龙头相对更受青睐。

图 38: 2021 年初至 4 月底社服板块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2021 年初至 4 月底社服板块个股涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：逐季复苏，业绩验证成下一步关键

2020年，旅游板块整体营收下滑30.31%，业绩下滑91.87%，扣非业绩下滑116.04%，主要系全球疫情致使旅游业严重承压，其中出境游亏损严重；重点公司营收下滑26.63%，业绩下滑82.47%，扣非业绩下滑98.74%，表现相对优于板块整体。除免税一枝独秀外，其他子版块均明显承压：免税营收同增8.2%，业绩同增32.57%，逆势正增长主要系消费回流下海南离岛免税销售支撑；其余子版块受疫情影响均不同程度承压，其中由于各国加强出入境管控，出境游受到严重打击，业绩承压最为明显。

2021Q1，随着疫情的缓解和国内经济的复苏，旅游板块收入业绩快速恢复：收入同增60.38%，恢复至2019年同期的85.42%；业绩同增223.64%，恢复至2019年同期的57.76%；扣非业绩同增190.51%，恢复至2019年同期的82.36%。伴随疫情防控趋稳及经济复苏，市场风格切换下，社服板块股价整体有所调整，2月中下旬以来低估值和主题投资主导，中国中免（年初至2.10）、宋城演艺（2月）、首旅酒店（3月）、锦江酒店（4月）、天目湖（2-3月）等阶段性表现突出。

**维持板块“超配”。**继续建议沿袭三条主线择优配置：复苏次序、龙头集中、消费变迁。我们认为，Q1财报受1-2月疫情影响有所平缓，而Q2的经营表现以及业绩验证对下一步个股行情方向非常重要。短期综合“业绩确定性+短期事件催化+预期差程度”，推荐中国中免、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、中公教育、华住集团-S、科锐国际、广州酒家、天目湖、中青旅、三特索道、百胜中国、九毛九、呷哺呷哺、海底捞等；中长期继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、九毛九、海底捞、呷哺呷哺、百胜中国-S等龙头品种。

## 风险提示

宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险

国企改革进度可能低于预期

收购整合可能低于预期及商誉减值风险

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2021-5-7	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	288.00	3.14	5.36	6.91	91.58	53.76	41.66	25.21
300144	宋城演艺	买入	19.45	-0.67	0.35	0.63	-29.03	54.80	31.03	6.86
600754	锦江酒店	买入	58.18	0.10	1.04	1.60	565.96	55.93	36.28	4.90
600258	首旅酒店	买入	22.96	-0.50	0.72	1.06	-45.72	31.85	21.60	2.71
002607	中公教育	买入	23.83	0.37	0.48	0.65	63.79	49.25	36.76	34.38
1179.HK	华住集团-S	增持	367.34	-6.76	5.25	8.69	-54.38	69.95	42.25	10.52
300662	科锐国际	增持	57.20	1.02	1.34	1.69	56.23	42.69	33.85	10.07
603136	天目湖	买入	23.68	0.45	1.16	1.36	52.90	20.35	17.42	3.28
600138	中青旅	买入	11.55	-0.32	0.60	0.87	-36.04	19.26	13.21	1.32
002159	三特索道	买入	11.49	0.40	0.16	0.43	28.69	70.25	26.81	1.41
9987.HK	百胜中国-S	增持	405.43	12.06	14.28	15.18	33.61	28.38	26.72	27.38
9922.HK	九毛九	增持	26.64	0.09	0.32	0.49	312.30	82.05	54.93	12.84
0520.HK	呷哺呷哺	买入	9.92	0.01	0.55	0.74	979.10	18.04	13.48	4.64
6862.HK	海底捞	增持	37.13	0.06	0.87	1.16	636.80	42.52	31.95	19.23
000888	峨眉山 A	增持	6.01	-0.07	0.36	0.41	-81.20	16.67	14.59	1.31
600054	黄山旅游	增持	9.68	-0.06	0.32	0.48	-153.49	30.17	20.35	1.66
603043	广州酒家	买入	37.40	1.15	1.44	1.75	32.56	25.92	21.40	5.96
300010	豆神教育	买入	7.31	-2.96	0.04	0.49	-2.47	162.76	14.83	8.33
300192	科德教育	增持	12.20	0.38	0.57	0.69	31.79	21.32	17.76	4.02
000526	学大教育	增持	33.68	0.37	0.48	0.69	90.14	69.58	48.97	28.24
000796	凯撒旅业	买入	9.09	-0.12	0.22	0.27	-76.83	41.01	33.33	7.74
002707	众信旅游	增持	5.26	-1.56	0.04	0.13	-3.38	125.45	41.82	6.44
002621	美吉姆	增持	6.20	-0.03	0.28	0.36	-213.55	22.19	17.20	6.00
000978	桂林旅游	增持	6.11	-0.74	0.14	0.28	-8.27	44.00	21.78	1.67
002033	丽江股份	增持	6.27	0.14	0.37	0.43	45.33	16.97	14.72	1.35

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032