

证券研究报告—深度报告

社会服务

2021 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 24 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《餐饮行业报告-深度报告:谁是影响餐饮龙头估值的关键因子?》——2021-05-19
《社服双周报 2021 年 06 期:民促法正式落地,职教高教受鼓励但 K9 受限制》——2021-05-17
《社会服务行业-20 年年报及 21 年一季报总结:逐季复苏,业绩验证成下一步关键》——2021-05-07
《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

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

行业投资策略

从终局思维到聚焦业绩逐季验证

● 2021H1 回顾: 渐进复苏, 加速集中, 重点公司 α 与 β 行情交织

疫情后, 行业复苏节奏及龙头中线逻辑强化成为关键。今年 1-2 月疫情仍扰动, 3 月后逐步复苏, 清明、五一国内游人数基本恢复, 但收入全面恢复仍需时日。板块方面, 21Q1 收入、扣非业绩恢复至 19Q185%、82%, 中免较 19Q1 收入+32%、扣非+78%系核心支撑。板块春节前上涨 27%, 表现靓丽, 但春节后明显调整, 直至 3 月中旬后进入盘整震荡, 1-4 月累计上涨 11%。个股层面, 1-4 月板块低估值个股或主题投资型个股阶段表现相对突出, 而重点公司层面则 α 与 β 行情交织, 切换频繁。

● 子行业: 疫情后格局与模式变化, 龙头逆势谋成长

免税: 消费回流及政策利好下迎历史性新机遇, 虽竞争对手略增加, 但中免已跻身全球免税 NO.1, 线上线下游供应链布局深化有望加速成长。
演艺: 行业迎来逐步复苏, 关注龙头新项目扩张和新模式成长。**酒店:** 一看复苏节奏, 二看展店加速, 三看效能提升, α 逻辑日益凸显。**餐饮:** 疫后加速扩张与龙头集中, 关注同店恢复及第二增长曲线孵化。**茶饮:** 高端现制茶饮增速领衔, 头部品牌势能初显; 国内游、博彩看复苏, 出境游仍承压。**职业教育** 招录扰动短期业绩, 关注后续各赛道复苏及拓展。**K12 培训** 关注监管细则落地; **人力资源** 中灵活用工有望迎新机遇。

● 中期投资策略: 下半年择优配置业绩确定性高的优质龙头

维持板块“超配”评级。市场对 2021 年重点公司业绩预测整体处于审慎乐观水平, 因此季度性经营趋势以及业绩验证对下一步个股行情方向非常重要。从行情复盘可以看到, 由于终局思维带来的优质龙头估值系统性提升(2020 年对业绩容忍度较高), 但 2021 年逐渐进入相关龙头业绩和格局的验证期, 因此部分龙头公司 Q1 财报和 4 月以来的经营趋势的向下苗头已造成股价剧烈波动; 而那些财报表现优异的个股则股价整体依然强势。下半年综合 Q1 业绩表现和各赛道景气度趋势跟踪和判断, 重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、科锐国际、中公教育、首旅酒店、广州酒家、天目湖、中青旅、三特索道、九毛九、华住集团-S、百胜中国-S、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、华住集团-S、首旅酒店、九毛九、海底捞、百胜中国-S、呷哺呷哺等龙头。

● 风险提示

宏观、疫情等系统性风险, 政策低于预期, 市场竞争加剧及整合风险等。

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

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	318.00	620,887	5.36	6.91	59.36	46.00
600754	锦江酒店	买入	58.20	55,183	1.04	1.60	55.95	36.29
300144	宋城演艺	买入	18.14	47,431	0.36	0.63	51.10	28.94
300662	科锐国际	增持	63.74	11,651	1.34	1.69	47.56	37.71
002607	中公教育	买入	25.11	154,863	0.48	0.65	51.90	38.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

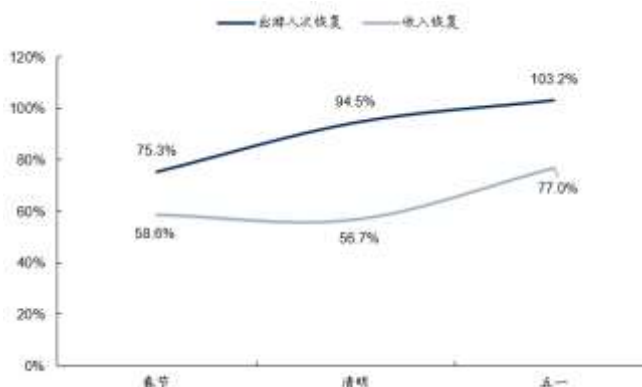
上半年回顾：渐进复苏，加速集中， α 与 β 行情交织

行业回顾：年初疫情仍有扰动，3月后逐步复苏，龙头加速集中

经过 2020 年的疫情冲击，社服各子行业疫情后的恢复节奏以及疫情对其各自中线逻辑的影响和验证成为关键。前者侧重 β 行情，与各自恢复节奏密切相关；而后者侧重 α 逻辑，关注行业加速出清下龙头的成长机遇，部分子行业受政策影响较大也需兼顾政策等对其成长的后续影响。

上半年行业回顾：疫情仍阶段扰动，3月后逐步复苏。2021 年以来，由于 1-2 月国内疫情仍阶段扰动，叠加就地过年影响，社服多数子行业仍然承压，相对 2019 年同期，仅免税、快时尚餐饮、灵活用工、职教等相对较好。3 月后，行业开始逐步开始复苏，其中 3 月中旬，文旅部发布《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（修订版）》，通知表示旅游景区游客接待上限由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势确定，不搞“一刀切”。文旅部将景区限流主导权下放至各景区负责人，限流政策松绑。结合中国旅游研究院数据，2021 年春节、清明、五一假期国内旅游人次分别达到 2.56 亿、1.02 亿、2.30 亿，分别恢复至疫情前水平（2019 年）的 75.3%、94.5%及 103.2%，旅游人次恢复良好，五一长假期间游客人数已略超出疫情前。但受制于疫情后消费能力、景区分流、促销政策等影响，今年春节、清明、五一假期旅游收入分别恢复至疫情前的 58.6%、56.7%及 77.0%，收入全面恢复仍有待时日。

图 1：2021 年春节、清明、五一小长假接待游客及旅游收入同比恢复情况



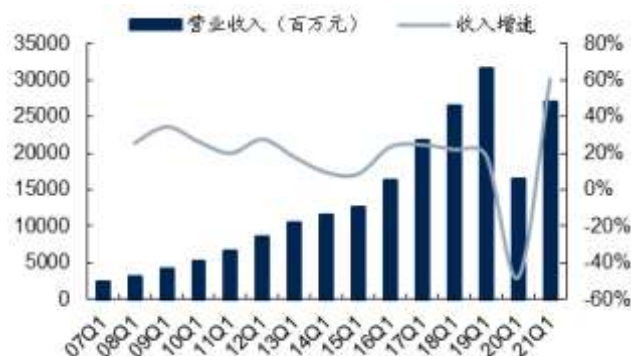
资料来源:中国旅游研究院, 国信证券经济研究所整理
注: 比较基准均为 2019 年, 以便剔除疫情影响

从中线逻辑的角度，各子行业则进一步分化。**国内免税**行业迎来历史性机遇，虽然运营主体略有所增加，但海内外疫情差异带来消费回流有利背景及海南自贸港政策红利下，行业蛋糕正显著扩容，线上线下综合布局下免税龙头国际地位提升显著。**职教板块**政策持续利好，中长线成长空间广阔，但也需兼顾竞争格局的变化，同时短期内招录节奏和线下培训受疫情影响依然可能带来季度扰动。**酒店、餐饮**等子行业疫情下正面受挫，但行业出清下龙头有望加速中线集中，同时也需兼顾龙头自身第二增长曲线孵化；**景区、演艺**等子行业则需要关注疫情后消费行为变化等的中线影响，核心看龙头业务差异及新模式验证情况。**K12 培训板块**则需重点关注政策监管趋严等对中线成长逻辑的影响以及在线教育加速发展带来的竞争。**人力资源**中灵活用工行业受益企业用工方式改变持续较快发展，而猎头、RPO 等也伴随宏观复苏持续复苏。出境游等则仍有受制。

2021Q1 财报回顾及复盘：复苏进行中，低估值&主题投资主导 旅游板块：2021Q1 收入、扣非业绩恢复至 2019 年同期 85%、82%

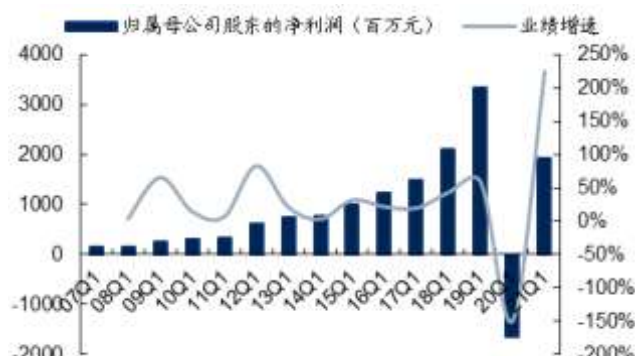
2021Q1，旅游板块收入同比增长 60.38%，恢复至 2019 年同期的 85.42%；业绩增长 223.64%，恢复至 2019 年同期的 57.76%；扣非后增长 190.51%，恢复至 2019 年同期的 82.36%。2021 年 Q1 重点公司营收增长 66.74%，高于旅游板块同期增速，业绩增长为 326.50%，扣非后增长 254.34%，分别恢复至 2019 年同期的 90.49%、69.41%、98.19%，恢复程度优于板块整体。

图 2：2021Q1 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 3：2021Q1 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，2021Q1VS2020Q1，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。

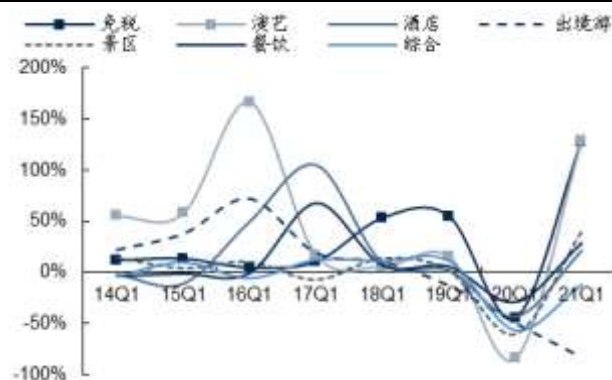
出境游板块，收入下滑 82.86%，业绩下滑 80.89%（增亏），扣费业绩下滑 80%（增亏），国外疫情拖累出境游复苏，短期仍承压，需跟踪海外疫情进展。其中**凯撒旅业** 2021Q1 收入-68%，业绩-47%；**众信旅游**收入-92%、业绩-157%。

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+28.83%，业绩及扣非业绩减亏。其中**广州酒家**恢复良好，营收

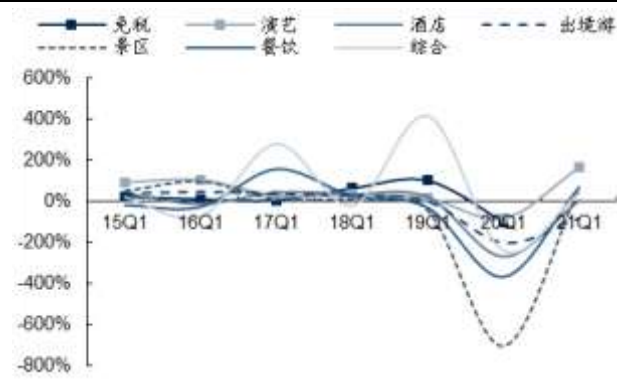
同比增长 29%，归母业绩同增 290%，扣非业绩为 0.45 亿/+257%（相比 19 年增 7%）。

图 4：2021Q1 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 5：2021Q1 旅游各板块业绩增速情况



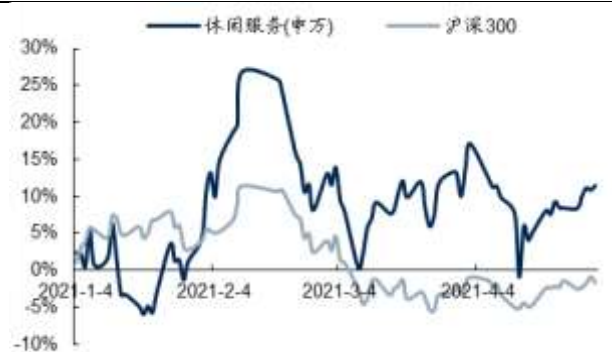
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算考虑了追溯调整的影响，免税 21Q1 增速 13129%未在图中显示

板块复盘：风格切换较快，低估值&主题投资主导，龙头公司 α 与 β 交织

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，在核心资产估值相对高企的背景下，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%。

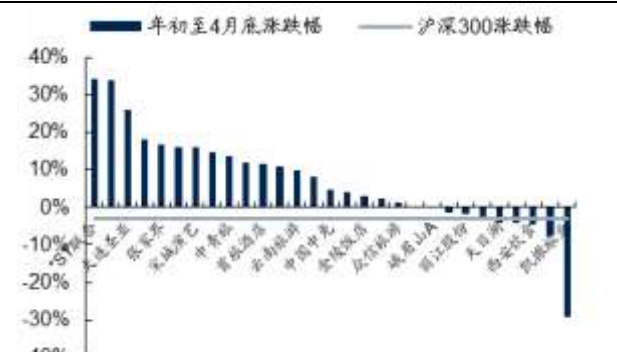
从个股表现来看，低估值个股或主题投资型个股阶段表现相对突出，而重点公司层面则 α 与 β 行情交织。今年初至 4 月底，累计涨幅排名前五的个股分别为 *ST 联合 (+34.12%)、桂林旅游 (+34.00%)、大连圣亚 (+26.04%)、*ST 东海 A (+18.22%)、张家界 (+16.77%)。同时，我们关注的免税、演艺、酒店、景区等重点个股阶段表现突出， α 与 β 行情交织，年初至 2 月 10 日中国中免累计涨幅位列行业首位，累计上涨 37.32%。2 月整体来看，宋城演艺表现突出，累计涨幅 22.64%，主要系演艺复苏及上海项目即将开业催化；此外 2 月天目湖累计上涨 10.09%，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 6：2021 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 7：2021 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

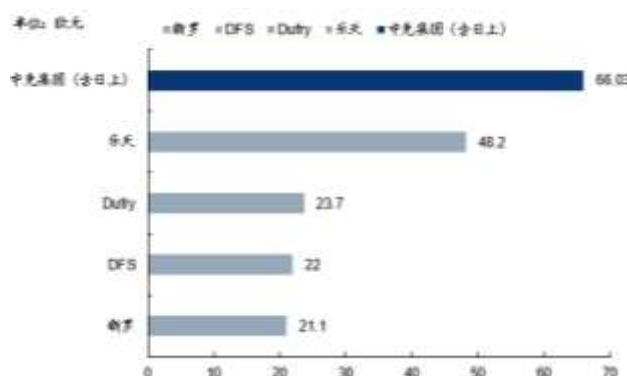
子行业：疫情后格局与模式变化，龙头逆势谋成长

免税：中免跻身全球免税 NO.1，新机遇新格局布局新发展

2020年，虽海内外疫情影响，但国内免税反而迎来历史性机遇：**出入境免税**显著承压，逼免税运营商积极应对，一是主动线上布局，二是积极争取与出入境口岸租金协议重新谈判；**海南离岛免税**迎来历史性发展机遇，疫情带来的区域封锁加速国内居民消费回流，而建设海南自贸港背景下，海南离岛免税政策放开力度超预期，也带来海南离岛免税的炫丽表现。这种情况下，2020年，国内免税巨头中免积极线上线下全面布局，紧抓政策红利，全面助力消费回流，成为全球免税第一（2019年系全球免税第四），内外改善推动其全面质变与成长。

2021年，海南离岛免税迎来多元竞争新格局，同时政策红利支撑持续较快发展；免税商线上有税布局有望持续夯实；出入境免税虽然仍然面临压力，但免税运营商和机场之间的议价能力有所变化。

图 8：2020 年，中免位居全球免税龙头第一

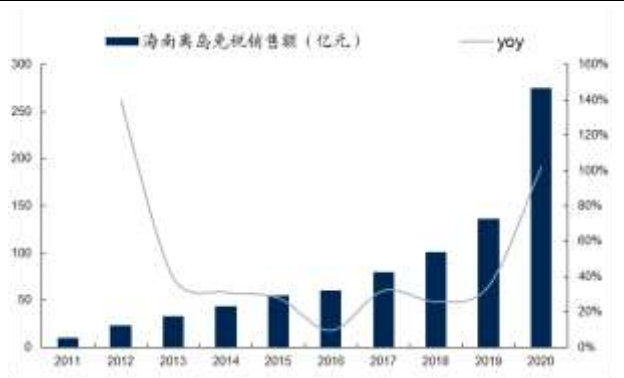


资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

海南离岛免税：新竞争格局，新销售目标，中免积极南北卡位全面发力成长

海南离岛免税 10 周年跨越式发展。海南离岛免税政策 2011 年推出，2011.4.20 至 2021.4.19，海南免税品销售额约 980 亿元，购物人数超 2500 万人次，购物件数约 1.2 亿件，**销售额 CAGR+44%，购物人数 CAGR+30%，购物件数 CAGR+40%，表现突出。**其中政策实施前 8 年销售额为 445 亿元，近 2 年伴随政策进一步放开，海南离岛免税销售额更是超过前 8 年总和。2020 年海南离岛免税销售额 274.8 亿元（不含含税等）/+103.7%，免税购物 448.4 万人次/+19.2%，免税购物件数 3410 万件/+87.4%。

图 9：海南离岛免税年度数据回顾



资料来源：南海网，海口海关，腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

图 10：海南离岛免税 2020 年以来月度数据回顾



资料来源：南海网，海口海关等，国信证券经济研究所整理

表 1: 2009-2021 年海南离岛免税政策全面梳理

政策实施时间	关键词	说明
2009 年 12 月	政策提出	国务院《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出研究离境退税及离岛免税购物政策
2010 年 6 月	政策进一步明确	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，提出建设离岛及离境免税店
2011 年 3 月 24 日公布，4 月底运行	政策公布	试运行离岛免税政策试点，限额（5000 元），限龄（年满 18 周岁），限购次数（岛内居民 1 次/年，非岛内居民 2 次/年），限品类件数（18 种商品，香水 2 件，化妆品 5 件）
2011 年 3 月 24 日	政策解读	财政部官员解读“离岛免税”政策试点时提到“国家决定在海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点”
2012 年 11 月	政策额度等调整	限额提高至 8000 元，年龄降低至 16 岁，品类拓宽至 21 种等方面，相比 2011 年，香水 5 件、化妆品 8 件。
2014 年 1 月	政策小范围突破	三亚免税店试点实施“即购即提、先征后退”和“特殊情况下邮寄送达”的购物模式
2015 年 3 月	政策再次调整	增加 17 类免税品种（如婴儿配方奶粉等），放宽 10 种热销商品的单次件数限制，香水 8 件、化妆品 12 件。
2016 年 2 月	政策再次调整	免税额度增至 16000 元，取消非岛内居民购物次数限制，同意三亚和海口免税店开设网上销售窗口
2017 年 1 月	政策小范围突破	铁路离岛旅客可在三亚店或通过三亚和海口免税店的网上销售窗口购买免税商品并在海口火车站提货点提货
2018 年 2 月	新增免税提货点	三亚免税店琼海博鳌机场提货点启用
2018 年 4 月	新增免税提货点	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点
2018 年 12 月	政策再次调整	免税额度增至 30000 元（包含岛内居民旅客），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品
2018 年 12 月	政策再次调整	将乘轮船离岛旅客纳入了海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围
2019 年 1 月	新设免税店	新设海口、博鳌市内免税店，于 2019 年 1 月 19 日正式开业
2020 年 6 月	自贸港政策	放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品品类
2020 年 7 月	政策再次调整	从 7.1 开始，取消单件商品 8000 元免税限额规定，免税品类由 38 种增至 45 种（增加 3C、酒类、保健品等），化妆品件数限制从 12 件提至 30 件、香水不限件数、手机 4 件、酒类 1500ml
2021 年 2 月	离岛免税再次微调	财政部、海关总署、税务总局联合发布公告，增加海南离岛旅客免税购物提货方式：离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货；岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。

资料来源：财政部，阳光海南网，商务部，中国新闻网等，国信证券经济研究所整理

竞争格局：2020 年底，海南离岛免税步入多元运营主体适度竞争新格局。2020 年 12 月 30 日，三亚海旅免税城（海旅投运营）、中服三亚国际免税购物公园（中出服运营）、三亚凤凰机场免税店（中免运营）三家免税店正式开业。2021 年 1 月底，海发控旗下的全球消费精品（海南）贸易有限公司的海口日月广场全球精品免税店、深免的海口观澜湖免税店也开业。**海南离岛免税进入 1+4 家主体运营，9 家门店的全新阶段。**新进入免税运营商各有特色，采购方面多数与海外龙头合作，也有部分自采为主。区位上，上述新玩家与中免各有差异，可以覆盖更多的海南游客和本土居民，彼此竞争的同时也有互补，未来在海南也可以形成一定的免税购物集群效应。

表 2: 海南离岛免税存量门店及新增门店情况汇总

分类	运营商	位置	经营面积	开业时间	采购等
新增 门店	中服免税	三亚城区解放一路鸿洲广场，地处大东海核心商圈，临近鸿洲国际游艇码头、凤凰岛中央商务区，附近有鹿回头、凤凰岭海誓山盟等景区。	面积约 3.3 万㎡，12 月 30 日一期试营业，预计一期面积 1 万㎡+	2020 年 12 月 30 日	预计自采为主
	海旅投	三亚市吉阳区迎宾路商圈的居然之家三亚生活广场，毗邻宋城三亚千古情景区。	物业总建筑面积 10 万平米，海旅投租赁 1-5 层，估算经营面积数万平米	2020 年 12 月 30 日	预计主要与拉格代尔等合作，同时还包括京东国际免税实体店（跨境电商线下体验店）
	海发控	日月广场水瓶座+摩羯座，临近中免的日月广场免税店。	经营面积 3.9 万平米	2021 年 1 月 31 日	预计多数与 DUFREY 合作采购等
	深圳免税	地处海口观澜湖度假村，该地集娱乐、购物、休闲、餐饮及文化于一体，拥有丽思卡尔顿等高端酒店群、会议中心、保龄球馆等内容，毗邻全球最大的公众高尔夫球场及观澜湖华谊冯小刚电影公社	经营面积近 10 万㎡	2021 年 1 月 31 日	预计部分自采，部分与 DFS 合作采购
	中免	三亚凤凰机场 T1 航站楼西扩 208-206 登机口旁。		2020 年 12 月 30 日	自采为主
	中免	三亚海棠湾免税购物中心	共 3 层，合计经营面积 7 万平米，此前 1-2 楼为免税，3 楼系有税+餐饮，未来预计 3 楼也基本免税为主	2014 年 9 月 1 日试营业（此前大东海店 2011 年 4 月底开业）	自采为主
	原有 门店	中免控股海免	海口美兰机场免税店	经营面积 14000 平米	2011 年 12 月 21 日
中免控股海免		海口日月广场免税店（双子座+射手座）	经营面积一期+二期合计 22000 平米（1 期 13000 平米），预计后续有望进一步再扩建近 1 万平米	2019 年 1 月 19 日	自采为主
中免控股海免		琼海市博鳌景区内的市内免税店	经营面积 4200 余平方米	2019 年 1 月 19 日	自采为主

资料来源：公司官网，官微，海南日报，腾讯新闻，21 世纪经济报道，腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

虽然海南今年以来离岛免税进入多元竞争格局，但由于规模、品牌、运营方面的差异，新进入者在规模上与中免差距相对较大。中免 2020 年已经成为全球免税第一，虽有海内外疫情的因素，但也体现中免的综合采购及运营实力不断提升，疫情下中免与品牌商的合作进一步强化。即使部分竞争对手可能采取通过与外资龙头合作的方式，但考虑后者不排除中间赚取差价等，中免规模采购优势预计在相当长时间内仍较为突出（不仅仅体现为采购价格优势，更多在于品牌品类 SKU 等的丰富度，畅销品供给等多方面）。并且，离岛免税新竞争格局下，中免的主观动能正在全面激发，正积极将其全球第一的规模优势充分挖潜，并积极加快线上线下渠道布局，故我们对中免的未来成长前景仍然积极。

表 3: 国内免税运营商基本情况

运营商	背景	牌照	经营区域
中免	央企	出入境免税牌照, 海南离岛免税牌照, 离境外国人市内免税店牌照	京沪广等枢纽机场免税店, 边境口岸店, 三亚海棠湾免税店等
中出服	央企-国药集团旗下	出入境免税牌照, 出国归国市内免税店牌照	京沪等部分市内店, 重庆机场进境店, 天津邮轮进境店等
深免	深圳国企	出入境免税牌照	深圳各边境口岸免税店, 西安机场进境店等
珠免	珠海国企, 拟注入格力地产	出入境免税牌照	珠海各边境口岸免税店
日上	中免控股 51%	无	历史原因中标经营京沪机场免税店, 后被中免收购 51% 控股权
王府井	北京地方国资背景	免税经营资质 (牌照范围需要进一步明确)	2020 年 6 月 10 日颁布
海免	中国旅游集团 (国旅大股东) 持股 51%, 海南国资持股 49%	海南离岛免税牌照 (无出入境免税牌照)	海口机场、市内免税店, 博鳌市内免税店
海旅免税	海南国资背景, 海旅投 100% 控股	海南离岛免税牌照 (无出入境免税牌照)	2020 年 8 月 19 日获批
全球消费精品海南发展	海南国资背景海南发控 100% 控股	海南离岛免税牌照 (无出入境免税牌照)	2020 年 8 月 19 日获批

资料来源: 国务院, 财政部, 商务部等政府公开网站, 公司官网等, 国信证券经济研究所整理

海南离岛免税: 2021 年目标 600 亿, 十四五有望上看 3000 亿, 空间广阔

2021 年海南离岛免税预计有望上看 600 亿。今年 4 月, 海南省委书记沈晓明表示, 海南在国家有关部门支持下, 适时调整了离岛免税政策, 吸引境外消费回流。去年在前年 150 亿元的基础上翻了一番, 做到 300 亿元, 今年预计能够超过 600 亿元。结合下图, 虽然 2015-2019 年, 海南离岛免税与韩国免税的差距都日益扩大, 但 2020 年, 这个差距开始缩小。考虑韩国免税最重要客群即中国客群, 二者之间的差距侧面显示海南离岛免税未来空间广阔。

图 11: 海南离岛免税销售额与韩国免税销售额对比



资料来源: 穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

结合穆迪 5 月发布的《海南自贸港旅游零售市场白皮书》, 根据海南“十四五”规划, 海南离岛免税到 2022 年销售额预计将攀升到 155 亿美元以上, 到 2025 年底将达到 465 亿美元。在全球其他免税市场因疫情陷入严重低迷情况下, 海

南离岛免税新政不仅对海南，对全球的旅游零售业都是一剂“强心针”。如果海南继续保持其增长曲线，可能在短期内成为全球最大免税市场，空间广阔。

中免：南北卡位强化，夯实海南离岛免税龙头地位，中长线成长逻辑清晰

在海南离岛免税广阔成长空间背景下，结合我们此前免税产品链以及香港旅游零售专题等的分析，即使香港全面竞争模式下，在香港良好发展时期，旅游零售竞争与高盈利仍共存（参考下表莎莎和卓悦在香港黄金时期的盈利数据）。

表 4：莎莎和卓悦经营数据对比总结

	销售规模（港元）	人工/收入	租金/收入	毛利率	净利率
莎莎	36 亿-90 亿（高峰期：77 亿-90 亿）	13%-14%	10%-13%	41%-47%（高峰期：44%-47%）	4%-11%（高峰期：9%-11%）
卓悦	15 亿-30 亿（高峰期：26 亿-30 亿）	11%-15%	10%-23%	34%-47%（高峰期：42%-47%）	-10%-9%（高峰期：8%-9%）

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理
注意：卓悦 2014 年销售额取持续经营业务销售额

与此同时，公司不断强化在海南南北卡位布局。一方面，公司今年 3 月公告，拟投资 37 亿元打造三亚一期 2 号地，比邻公司核心三亚国际免税城，定位免税+酒店，有望进一步扩容公司现有免税经营面积，引进高端奢侈品牌，助力海棠湾项目整体升级，预计在品牌品类方面有望进一步强化。另一方面，公司正在海口打造新海港国际免税城，有望与公司三亚免税扩容布局南北呼应，预计 2022 年中期有望部分试营业，2023 年底全面竣工完成。考虑新海港的重要战略地位，虽然短期或需培育，但中长线有望成为公司新的业务增长极。

表 5：公司目前海南自建项目布局情况

项目名称	总投资	占地面积（万平米）	建筑面积（万平米）	商业面积（万平米）	地上面积（万平米）	地下面积（万平米）	说明
三亚国际免税城	39 亿（含部分初始运营资金）	8.4	12	7	7.2	4.8	国际免税购物中心，2014 年 9 月开业
河心岛	12 亿	4.8	6.5		3.5	3	集购物、休闲、娱乐为一体的综合项目，系免税城重要补充，目前主要系有税定位，2019 年底开业
一期 2 号地	37 亿元	10.88	17.25		10.7	6.55	免税+酒店，引入高端奢侈品牌
海口国际免税城	128.6 亿元	32.4	69.3	47.5			商务办公面积 7.8 万平方米。项目将分为两期进行开发，一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅，预计投资额 58.8 亿元，开发期限为 36 个月；二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店，预计投资额 69.8 亿元，开发期限为 42 个月

资料来源：公司公告，中国土地市场网，国信证券经济研究所整理

图 12：三亚 1 期 2 号地项目鸟瞰图（虚线为 2 号地）



资料来源：南海网，海口海关，腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

图 13：海南离岛免税 2020 年以来月度数据回顾



资料来源：南海网，海口海关等，国信证券经济研究所整理

海南岛民免税：建议积极关注政策进展，预计更偏日用消费品

海南自贸港政策方案已明确岛内居民免税大方向。2020 年 6 月海南自贸港方案已经明确提及 2025 年之前的重点任务：“实行部分进口商品零关税政策。对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对实行“零关税”清

单管理的货物及物品，**免征进口关税、进口环节增值税和消费税**。清单内容由有关部门根据海南实际需要和监管条件进行动态调整。”我们预计相对更偏日用消费品，且品牌 SKU 与离岛免税或仍有差异，但具体需要待最终正式清单明确。

表 6：岛内居民免税政策部分猜想

分类	说明
预计正面清单发布时间	海南省委书记表示岛内居民消费进境商品正面清单，有望在 2021 年春节前出台
预计适用对象	岛内居民（户籍人口？常住人口？具体界定仍待政策进一步明确）
运营主体	参考 DFE 报道，将由有限的几家国有零售商承载岛民免税业务的启动工作。未来则可能进一步逐步放开。具体待政策明确
税率情况	参考自贸港政策方案，不排除可能免除进口三税（关税、增值税、消费税），但未来是否类似新加坡自贸港等有统一销售税，且是否一开始在过渡期就可以能完全免除进口三税，仍需要待后续政策明确
正面清单商品品类	参考 DFE 报道，品类上将在现有的离岛免税 45 个类别基础上，增加更多日用消费品内容，需待政策明确
品牌与定位	需政策明确，但结合此前报道侧重满足岛内居民日用需求，故推测品牌定位以大众消费为主，与离岛免税或有一定差异

资料来源:DFE、海口日报、新华网、中新网海南等报道，国信证券经济研究所整理

运营主体分析：参考 DFE 报道，将由有限的几家国有零售商承载岛民免税业务的启动工作；未来对于那些符合岛内居民免税店经营资质的经营主体，预计可以通过公共服务平台向政府部门提出岛内居民免税店的经营主体的设立申请。结合最新新闻及相关公司公告，目前已经对外公告可能涉及岛内居民免税的主体主要包括以下几个公司：海南橡胶（海垦集团）与王府井、海南控股与海南发展、海旅投与居然之家等。未来需要看政策正式落地情况明确。仅就现有信息而言，中长线来看，我们倾向于岛内居民免税运营主体预计可能相对多元，未来岛民免税市场的竞争格局不排除更为分散，参与主体可能更多还是要看取决于供应链能力和市场推广能力。

表 7：目前公告涉及岛内居民免税的相关公司

公司名称	合作方或者关联方	公告时间	涉及岛内居民免税的相关公告	岛内免税相关公司出资情况
海垦集团 (海南橡胶)	王府井	2021 年 1 月 15 日	王府井与海南橡胶签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司，用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。	其中免税品经营公司注册资本 1 亿元，王府井出资 6,000 万元，持股 60%，海南橡胶出资 4,000 万元；日用免税品经营公司注册资本 1 亿元，王府井出资 4,000 万元，持股 40%，海南橡胶出资 6,000 万元，持股 60%。
海南控股	海南发展	2021 年 1 月 23 日	海南发展拟以非公开协议转让方式受让海南海控免税品集团有限公司 45% 股权。海南海控免税品集团有限公司是 2020 年 12 月 15 日新设立的公司，拟向有权机构申请在海南省经营岛民免税业务，并拟利用岛民免税、全岛跨境电商、原产地规则等政策，通过与行业领先零售运营商开设联营店、打造直营旗舰店等方式，在城市社区、景区等区域开设精品连锁店，布局全岛岛民免税市场。目前尚未开展经营活动。此外，海口居然为旅投黑虎提供场地租赁服务，用于开展免税店经营业务。	海南海控免税品集团有限公司评估价值 3000 万元，其中 45% 股权作价 1350 万元
海旅投	居然之家	2021 年 1 月 25 日	双方约定合资成立海南旅投居然日用消费品免税有限公司，共同在海口店开展日用消费免税品经营等业务。同时，公司下属全资子公司三亚居然之家购物中心有限公司与海南旅投免税品有限公司签订合同，将约 4.7 万平方米的物业出租用于开设海旅免税城和开展配套经营服务，海旅免税城现为三亚市区内面积最大的离岛免税店，现已开业。	旅投黑虎出资 1530 万元，占比 51%，海口居然出资 1470 万元，持股 49%

资料来源:Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

长线来看，根据海南自贸港政策方案，2025 年前，将适时启动全岛封关运作。在全岛封关运作的同时，依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，启动在货物和服务零售环节征收销售税相关工作。但简并非免除，换言之，海南全面封关后岛民免税能否进一步全面免除目前离岛免税商品的增值税、消费税，包括是否有相关运营主体、额度等限制仍待政策明确，预计不排除与离岛免税仍有区分。

出入境免税：上海机场租金协议调整，彰显免税运营商议价能力有所强化

本次国内外疫情对出入境免税市场影响深远。去年以来海内外疫情影响国内出入境客流显著受挫，今年以来出入境客流仍然承压（2021 年以来京沪机场及香港机场客流同比 2019 年仍下滑 95-99%）。国际客流未来相对不确定，叠加国人离境市内免税政策预期以及免税运营商全面线上布局等影响，免税运营商与

部分出入境口岸之间的租金协议调整，免税运营商相对机场的议价能力反而也有所强化。

表 8：中国中免与上海机场租金协议调整

条件	租金收费	说明
当月实际国际客流 < 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时	按照“月实际销售提成”收取，月实际销售提成 = 人均贡献 * 月实际国际客流 * 客流调节系数 * 面积调节系数	“人均贡献”按 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元。
当月实际国际客流 > 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时	“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取	“月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值，年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩（国际及港澳台地区客流）。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体来看，结合中国中免的年报，我们推测 2020 年公司香港机场免税和部分中小机场租金有所下调。2021 年 1 月底，公司公告与上海机场重签租金协议，未来 5 年租金费用有所优化（如下表），进一步印证。该费用调整自 2020 年 3 月 1 日起实施。2020 年 1-2 月预计按照原合同施行。我们参考 2020 年调整后租金合计 11.56 亿元，推算 2020 年 3-12 月月均保底租金约 3500-4500 万左右。

表 9：上海机场租金补充协议：不同客流对应年保底租金情况

年度	年实际国际客流 X (单位：万人次)	年保底销售提成 (单位：亿元)
2019	X ≤ 4172	35.25
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64
2025	5360 < X	81.48

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：若当年实际国际客流 (X) 大于表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；若 X 小于等于最小值，则取 X 所在区间对应的年保底销售提成额。若 2022 年以后 (含) 的年实际国际客流 (X) 在 2019-2021 年所对应的区间内，年保底销售提成 = 对应年度保底销售提成 × (1 + 24.11%)。

展望未来 5 年，我们估算日上上海对上海机场免税店租金调整情况如下，核心在于主要与国际客流挂钩，不再受销售额变化影响，且此前的保底租金成为日上上海最高可能缴纳的租金。考虑未来离境市内免税店政策可能落地，则机场国际客流的免税购物消费可能被市内免税店分流，上述租金协议本质也在一定程度上有助于保证未来新政策落地后，上海机场自身的租金利益。

表 10：日上上海未来 5 年保底租金估算

时期	国际客流假设	租金预计	原保底租金
2021	与 2020 年疫情后月均相当~恢复至 2019 年的 50%	5-22 亿	45.59
2022	假设恢复到 2019 年的 60%~90%	29-44 亿元	62.88
2023	假设恢复到 2019 年的 100%~115%	44-57 亿元	68.59
2024	假设恢复到 2019 年的 110%~130%	52-69 亿元	74.64
2025	假设恢复到 2019 年的 130%~140%	69-81 亿元	81.48

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：日上上海每年的租金系根据客流不同情况，在同一客流区间，对应的值系确定值，但不同区间，则租金值不同，以上租金范围主要考虑跨不同客流区间的租金差异，但每一年租金并非随客流变化线性波动。

我们认为，对中免而言，上述租金方案调整，一是短期在海内外疫情未结束国际客流未恢复下，中免的保底租金压力大幅降低；二是客流逐步恢复后，因主要根据国际客流计提而非此前保底扣点取孰高的模式，虽然不排除与未来离境市内免税店政策有望落地相关，但侧面也有助于鼓励中免持续做大机场销售额，最终其实也有助于上海机场整体购物环境的优化。总体来看，我们认为上述租金方案调整体现了互惠互利、合作共赢的思路，也侧面体现免税运营商龙头议价能力也有所提升。进一步地，随着中免对香港、上海机场的保底租金调整，我们认为公司未来进一步争取首都机场租金谈判优化等提供了有利条件。

线上有税布局：会员、品牌支撑，全球免税 NO.1 潜力有望全面释放

出入境免税持续承压下，公司依托其多年免税运营积累的品牌供应链体系及强大的会员体系支持，通过积极培育发展CDF会员购等新业态，北京、上海、广州等重要机场渠道也相继开展、扩大线上业务，并通过丰富商品品类、加大营销力度等举措（包括内部会员转化营销等），大幅提升了公司线上业务规模，2020年公司实现有税商品销售收入197.07亿元/+1,612.72%，全面质变。

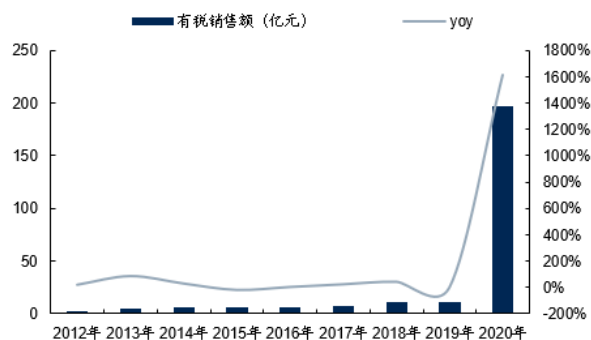
客观而言，未来线上布局的持续深化也部分取决于后疫情时代不同品牌商对中免线上销售的支持力度。但公司2020年已经成为全球免税第一，且海南近几年零售潜力强化其对品牌商的吸引力，鉴于此，公司可以依托其不断强化的品牌议价能力，叠加其优质会员基础，有望不断巩固和强化其线上有税布局。

图 14: 中免线上有税布局—cdf 会员购



资料来源：公司官微等，国信证券经济研究所整理

图 15: 公司 2012-2020 有税销售额变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 11: 中免部分线上布局情况

分类	CDF 会员购海南	CDF 会员购	日上上海直邮	CDFI 中免国际	CDF 会员购北京	CDF 会员购广州
购买资格	包括两类商品，一类商品需要验证离岛免税信息，一类商品无需验证离岛免税信息，可直接下单购买	2019年7月后有过入境记录即可：提供身份证件、入境证件、入境日期等。部分商品无入境记录要求。	在携程、浦发银行 app、微信小程序玩转全球免税上支付一定金额获得直邮券（有积分限制），不限制入境时间，都可享受直邮。	不需要出入境记录，仅限香港地区购买	通常需要入境信息才能购买	2019年8月1日后有入境记录的旅客或有会员体验码的顾客（相对易申请）
商品及购物数量限制	香化、进口酒水、母婴等，不限件数（但部分SKU有购物件数限制）	香化、酒水、精品百货等，无件数等限制	单品限购5件（部分商品除外），总数上限20件，部分券仅支持单品3件等。	无	同款商品不超8件，部分SKU有额外限制	部分SKU有件数限制
限购额度	需验证离岛信息的，占用离岛免税额度（每人每年10万）	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度（年度限制26000元）。	不同券注册各有差异，1500元起，上限16000元，也有仅限20件，但不限金额	不受额度限制	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度（年度限制26000元）。	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度（年度限制26000元）。
提货方式	邮寄	邮寄，仅支持中国大陆地区。	邮寄，大陆地区	香港境内可以邮寄	邮寄，大陆地区	邮寄，大陆地区

资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，各类子公司官微、小红书等，国信证券经济研究所整理

国人离境市内免税店：政策后续仍可期，消费回流下空间广阔

2020年3月中旬，发改委发布促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见，明确指出：“以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。”

虽然因海内外疫情等因素，截至目前国人离境市内免税店政策尚未落定。但结

合我们的持续跟踪，去年以来，国内部分重点口岸城市正在积极推进其离境市内免税布局（如下表所示）。具体来看，2021年1月，上海市商务工作会议上表示：争取市内免税店新政落地；3月，深圳前海、罗湖、盐田区均表示未来离境市内免税店等规划，积极争取市内免税政策落地；4月，中国旅游集团直接竞得广州花都区两宗地块，打造免税商业文旅综合体，探索TOD(以公共交通为导向的项目开发)+免税IP的综合开发模式。此外，武汉、成都等地，中免也与当地政府或地方国企签订相关协议，筹划未来打造市内免税店项目等。考虑目前澳门游已经部分恢复，随着全球疫苗接种率提升，未来出境游不排除稳步重启，我们预计“国人离境市内免税店政策”落地预期有望逐步迎来窗口期。

表 12: 部分城市离境市内免税店规划或拟建项目情况

区域	涉及免税商	报道时间	说明
上海	暂无明确	2021年1月	上海市商务工作会议上表示： 争取市内免税店新政落地 ，新增50个离境退税定点商店，培育壮大20个本土品牌，引进30个国际中高端品牌。建设全球新品首发地打造一批首发经济示范区和新品发布地标性载体，力争新增首店800家。
广州	中国旅游集团、中免	2021年4月	中国旅游集团旗下中旅投资，以83.95亿元拍得广州花都区两宗地块，用地面积27.2万平方米， 计划打造免税商业文旅综合体及滨水新城居住区 。免税商业文旅综合体位于广州市花都区广州北站东广场区域，距离白云机场约10公里，距离市政府约28公里，地块西侧与广州北站及未来T4航站楼无缝对接。 该项目是中旅投资和免税首次联手打造的免税商业文旅综合体项目，探索TOD(以公共交通为导向的项目开发)+免税IP的综合开发模式。
深圳(前海)	深免	2021年3月	深圳市前海管理局与深圳市国有免税商品集团在前海签署战略合作协议，将共同建设“三店两平台一中心”，其中，“三店”包括 离境市内免税店 、 外汇商品免税店 、“ 免税保税相衔接及保税+新零售 ”免税体验店；“两平台”指免税产业链综合运营平台、全球高端商品销售平台；“一中心”是全球免税品调拨中心，进一步引导跨境电商及免税品资源集聚前海，优化升级生产、分配、流通、消费体系，打造粤港澳大湾区免税购物中心。
深圳(罗湖)	暂无明确	2021年3月	深圳罗湖区提出要 积极争取市内免税政策落地 ，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质，高标准建设“ 两店三税五平台 ”。“两店”： 集“离境市内免税店+市内外汇商品免税店”功能于一体 。“三税”： 构建涵盖“免税+有税+保税”的“三税融合”新商业模式 ，构建以免税业务为核心引擎，有税业务、保税业务协同发展的商业生态圈。“五平台”：全球高端商品销售平台、国际品牌新品中国首发平台、国货精品展示平台、自主品牌推介平台、民族传统文化传播平台，打造成为品质保真、环境一流、购物便捷，集免税购物、科技体验、文化艺术、特色餐饮等于一体的国际一流免税城。
深圳(盐田)	暂无明确	2021年3月	深圳盐田区政府也提出将全力推进沙头角深港国际旅游消费合作区建设，积极推进“ 一核四区 ”建设，重点打造0.73平方公里沙头角跨境免税消费核。与此同时，盐田区积极融入深港口岸经济带， 抢抓财政部同意深圳在市内建设免税店的机遇 ，加快沙头角口岸重建，打造国际一流的免税购物中心，尽早建成大湾区首个免税消费标杆项目。
成都	中免	2021年2月	成都市锦江区积极对接中国旅游集团中免股份有限公司，引入市内免税店消费新模式 。目前，项目载体及周边环境正在提升改造，后续待国家市内免税店专项政策正式批准后，成都力争2021年内呈现市内免税店项目。该市内免税店位于锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域，毗邻千年东大街和百年春熙路。
武汉	中免	2020年7月	武汉港发集团与中国免税品(集团)有限责任公司(简称“中免集团”)签订战略合作意向备忘录，拟在长江航运中心大厦开设中部地区首家市内免税店。

资料来源: Zaker 新闻, 21 世纪经济报道, 网易新闻, 钛媒体等, 国信证券经济研究所整理

政策空间展望: 短看城市落地节奏, 中看百亿+空间, 长看出入境免税业务翻番。结合我们此前深度报告, 若国人离境市内免税店政策突破, 在不同假设情况下, 我们预计其规模空间如下表所示。并且, 若未来国内一二线城市皆有望落地国人离境市内免税店, 且免税额度、品类及渠道有支持(包括网点和线上支持), 通过有效的经营管理、品类丰富, 我们大胆预计国内离境市内免税店长线空间有望再造现有出入境免税市场规模, 从而带动国内出入境免税市场近翻番增长。

表 13: 京沪市内店空间展望: 假设与测算

免税额度假设	京沪首年渗透率假设	京沪首年客单价	京沪首年规模假设	2-3 年渗透率	2-3 年客单价	京沪市内店 2-3 年空间	考虑深广及其他二线城市空间, 2-3 年中线空间预计
8000 元/次	4-6%	1500-2500 元	22-55 亿元	6-8%	3000-4000 元	65-117 亿元	75-150 亿元
13000 元/次	4-6%	2000-3000 元	29-65 亿元	6-8%	3500-4500 元	77-131 亿	100-180 亿元
30000 元/次	4-6%	2000-4000 元	30-100 亿元	6-8%	4500-7000 元	131-203 亿元	150-400 亿元

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理假设与测算

竞争格局: 可能有新的持牌商进入, 但预计总体有限竞争, 且中免依托规模渠道优势有望相对受益, 其他参与者也有望共同受益消费回流、政策支持下国内免税蛋糕的协同做大。

小结: 国内免税历史性机遇下高速发展, 中免拟赴港上市加速成长

我们认为: 在吸引消费回流的背景下, 政策持续利好, 叠加国内外疫情差异下

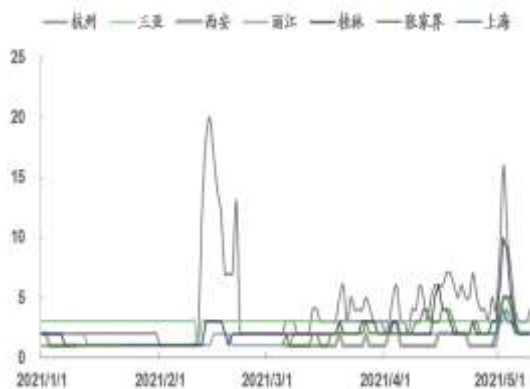
的国内免税相对优势,无论海南自贸港政策落地后离岛免税蛋糕有望显著扩容,还是未来国人离境市内免税政策的巨大潜在空间,均孕育着国内免税行业全新历史性发展机遇。国内免税行业有望向数千亿规模不断进军,其中中免依托规模渠道优势预计依然将占据主导地位。而其他参与者如王府井、格力地产(关注收购珠免进展)、中出服、深免等未来也将分享中国免税蛋糕做大的红利。

中免 2020 年已经成为全球免税第一,近期公告拟筹备赴港上市(拟发股不超 8.0-9.2%),未来十四五期间预计有望内外扩张持续巩固和强化其全球第一地位。展望未来,在国内免税历史性机遇背景下,公司未来国内国外扩张战略清晰,一是国内线上线下业务有望综合布局,二是海外不排除外延布局,在上游供应链和横向扩张或有望寻求合适的机会收购扩张(强化供应链和渠道能力)。具体来看,公司线下免税一看海南离岛免税通过南北“大型市内店+机场”卡位强化扩容,二看国人离境市内免税店政策预期下积极争取国内重点城市市内免税店业务布局,三看对机场综合谈判实力提升,中长线成长逻辑强化。

演艺: 行业迎来逐步复苏, 关注龙头新项目扩张和新模式成长

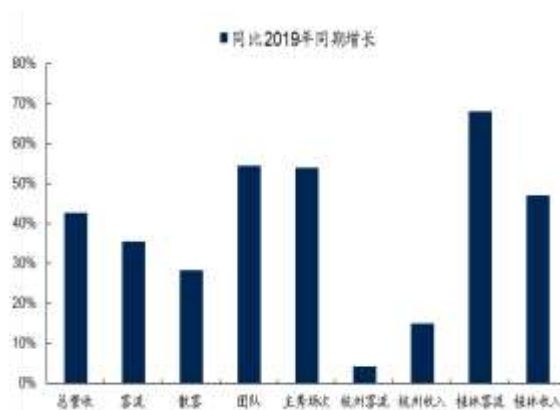
一看行业逐步复苏, 宋城作为演艺龙头有望迎恢复性增长。今年以来虽 1-2 月疫情扰动, 但 3 月以来国内游开始逐步复苏。根据国家旅游局数据, 今年清明节国内游人次恢复 91%, 收入恢复 57%, 人气开始较快恢复。“五一”假期, 国内游人次按可比口径恢复至 2019 年同期的 103.2%; 旅游收入恢复 77.0%, 加速复苏。在此背景下, 如下图所示, 公司存量项目演出场次 3 月以来也持续复苏, 五一更是表现靓丽。全国 11 大宋城合计营收约 1.5 亿元, 较 2019 年同期增长 42.71%; 总接待游客 165 万人次, 较 2019 年同期增长 35.45%, 其中散客较 2019 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。

图 16: 公司存量项目演出场次正逐步渐近回升



资料来源: 公司公告、公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图 17: 宋城演艺五一表现及代表项目表现



资料来源: 公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

其中, **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。

考虑目前国内外疫情防控局势, 我们预计 Q2 至暑期国内游有望持续复苏。鉴于此, 公司作为国内旅游演艺绝对龙头, 其存量项目有望逐步迎来恢复性增长。并且, 伴随行业复苏, 公司项目持续复制扩张也有望进一步推进。公司目前已

经推出上海项目，佛山、西塘、珠海等项目也在积极推进中。公司去年 11 月公告新签延安轻资产项目，后续轻资产仍有持续补充公司现金流，并带来业绩贡献。并且，结合公司此前官方微信信号，公司仍有持续新项目空间，未来成都、北京、江苏等区域也不排除落地新项目，中长线新项目扩张仍有持续看点。

二看上海项目新开业，下半年将推爱在系列，新模式逐步进入验证期。上海项目是公司探索旅游演艺+城市演艺的重要尝试，今年 4 月 29 日正式开业，主要包括《上海千古情》、嗨剧《颜色》、亲子剧《WA! 恐龙》、《热情桑巴》等多元内容。五一 5 天期间，上海宋城收入超 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。公司商业模式创新可能需要时间积累，但是公司市场化导向的创作和营销能力一直很突出。上海项目区位优势突出（迪士尼、东方明珠年接待游客 900-1100 多万人次），旅游演艺模式本身具有良好支撑，未来伴随其城市演艺模式的不断摸索尝试，内容不断丰富优化，有望进一步打开公司成长天花板。并且，上海项目占地相对不高，若未来上海项目在不断摸索优化中取得成功，则其模式也有望进一步复制至更多一二线城市（占地要求也相对更灵活），从而也有助于扩容其中长线想象空间。

图 18: 上海千古情演出剧照



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 19: 上海项目拟推出《WA! 恐龙》等演出



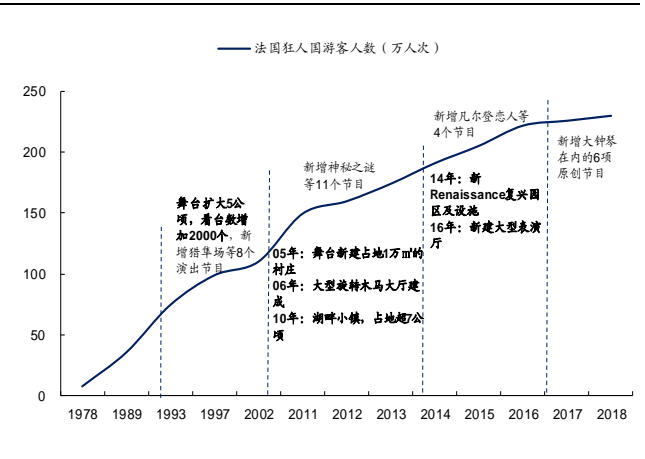
资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 20: 宋城演艺项目分布图



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 21: 法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

并且，对于内容供应，公司表示将坚持自创为主，引进、采购、合作为辅的策略。今年下半年公司“爱在”系列演出将陆续推出，将当地纯粹的民族风情与现代表达方式相结合，带给观众不一样的观赏体验。公司也提出了平台建设战略，致力于成为演艺相关行业集聚的平台，其中艺术家交流平台和剧目交流平

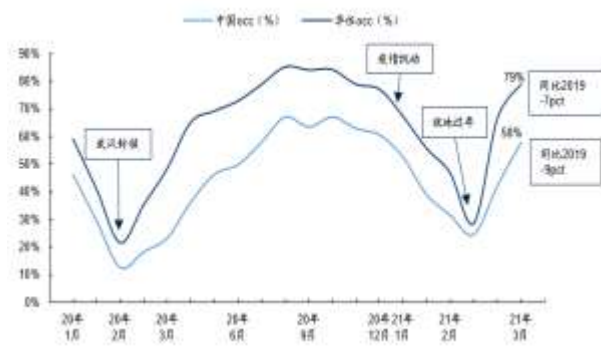
台是平台建设的重要内容,未来的宋城除了自制剧目,将持续呈现更多丰富的、圈层的、针对各类人群的剧目内容。

综合来看,一方面,行业复苏下,公司存量项目恢复性增长有望不断强化。且公司过往旅游演艺商业模式复制不断验证,未来全国旅游演艺版图有望不断添砖加瓦。另一方面,公司积极探索演艺集群模式,逐步孵化中长期成长新看点。2020年暑期杭州已初步试点,今年4月底上海项目已推出。未来珠海项目有望成为公司演艺集群模式的集大成者(目前已完成规划设计,预计2023年有望推出)。结合海外法国狂人国成功案例(每年开业不到7月,客流250万,重游率60%+),演艺集群模式有望进一步打开中长线成长空间。

酒店: 一看复苏节奏, 二看展店加速, 三看效能提升

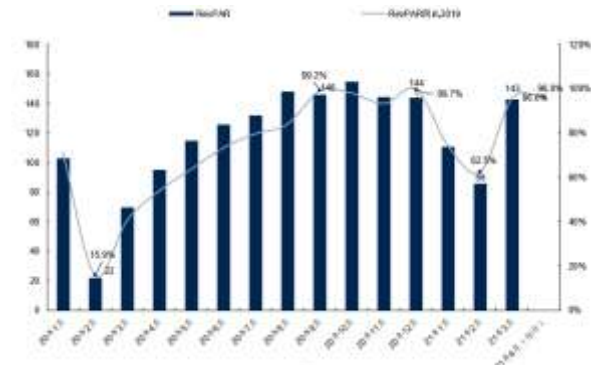
一看行业复苏节奏, 酒店龙头 RevPAR3 月后开始逐步恢复。今年 1-2 月, 国内疫情扰动下, 国内酒店行业仍然承压, 结合 STR 数据, 1-2 月 OCC 一度降至 20%+, 3 月后尤其 3 月中旬后开始逐步恢复, 估算 3 月底国内酒店行业出租率有望恢复至 60%。受此影响, 国内酒店行业龙头的经营也先抑后扬, Q1 仍然有所承压。

图 22: 酒店行业 OCC 恢复情况及华住 OCC 表现



资料来源: STR、华住酒店, 国信证券经济研究所整理

图 23: 锦江 RevPAR 月度恢复情况



资料来源: 公司公告及年报公开交流等, 国信证券经济研究所整理

如下图和表所示, 2021Q1, 受疫情扰动影响, 首旅如家、华住酒店以及锦江酒店的 RevPAR 同比 2019Q1 恢复 65%-80%, 入住率同比 2019Q1 恢复 80%以上, 平均房价同比 2019Q1 恢复 85%以上。防疫措施于 3 月中下旬逐渐放松, 北京 3 月 16 日取消进出京核酸检测证明, 3 月份各酒店 RevPAR 已逐步接近疫情前水平, 锦江境内 3 月平均 RevPAR 恢复至 2019 同期 96%, 华住 3 月 RevPAR 恢复至 2019 同期 95%, 显示 3 月中下旬开始酒店行业复苏态势明显。

表 13: 2020Q1 各酒店龙头经营数据变化

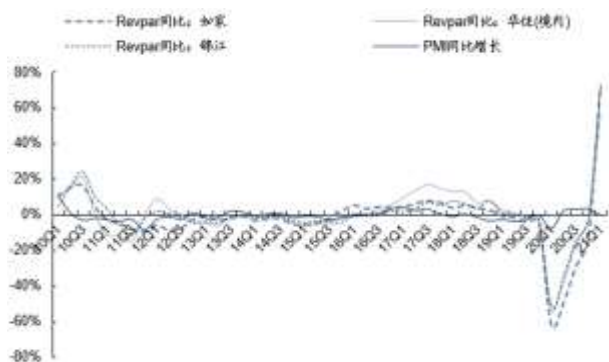
公司	RevP AR	RevP AR%	RevP AR% (19 同比)	ADR	ADR %	ADR % (19 同比)	OCC	OCC 变化(pct)	OCC 变化(19 同比) (pct)	经济型酒店 RevP AR 变化	经济型酒店 RevP AR 变化(19 同比)	中高端 RevP AR 变化	中高端 RevP AR 变化(19 同比)	其他酒店 RevP AR 变化	其他酒店 RevP AR 变化(19 同比)	
首旅	整体	94	73%	-34%	169	5%	-10%	56%	22	-19.8	71%	-35%	75%	-40%	54%	-36%
	同店	95	79%	-35%	166	0%	-13%	57%	25	-19.2	78%	-35%	82%	-37%	53%	-31%
华住	整体	138	57%	-23%	209	11%	-6%	66%	19.5	-14.4	-	-	-	-	-	-
	同店	138	50%	-30%	204	8%	-13%	68%	19.2	-16.6	42%	-30%	58%	-30%	-72%	-
锦江	整体	117	72%	-19%	198	-1%	-	59%	24.89	-	60%	-32%	63%	-23%	-	-
	同店	112	58%	-25%	191	-5%	-9%	59%	23.35	-12.74	59%	-34%	50%	-21%	-	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 华住、锦江均为集团境内数据

综合来看, 2020Q1, 锦江酒店营收 23 亿元/+5.06%, 较 19Q1 恢复 79%, 扣

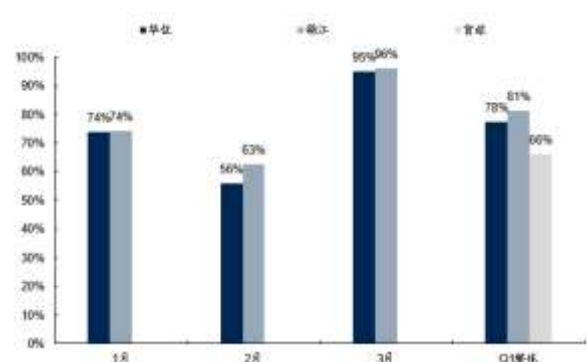
非业绩亏损 1.61 亿元/-72.12%。主要系海外卢浮拖累和一季度集团购买酒店服务影响，其中境内酒店 2021Q1 营收 18.43 亿元，比上年同期增长 27.76%（较 19Q1-23.31%）。若去年扣除出售部分酒店股权、集团购买酒店服务等因素，公司境内酒店 Q1 营收同比 2020 年增长 40%+，净利润同比增加估算 4 亿+。我们估算公司境内酒店 Q1 盈利有望基本打平或微利。**首旅酒店 2021Q1 营收 12.71 亿元/+58.75%，相比 2019 恢复 65%，扣非业绩亏损 1.9 亿元，同比减亏 65.41%；**局部疫情影响下行业经营仍承压，但 3 月中下旬行业复苏为下一季度的营收业绩进一步恢复奠定基础。

图 24: 国内代表酒店龙头 Revpar 同比增速



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

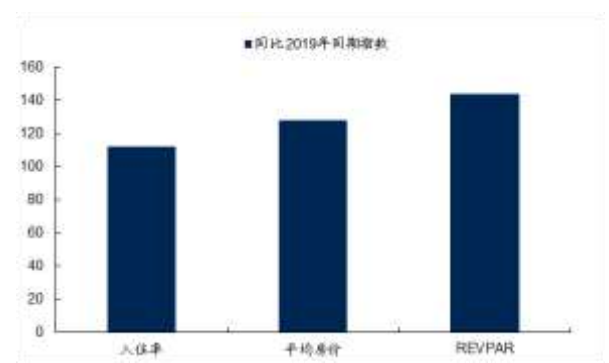
图 25: 酒店龙头 2021Q1 RevPAR 同比 2019 恢复程度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

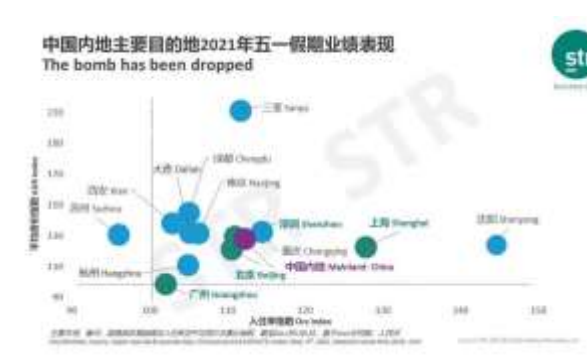
五一据 STR 数据，国内奢华、超高端和高端酒店市场，五一前三天对比 2019 年同期，入住率指数为 112，平均房价指数为 128，每间可售房收入指数 144。聚焦酒店龙头，结合我们的持续跟踪，预计五一小长假期间，按可比口径（即五一前 4 天相比），华住、锦江、首旅整体 RevPAR 水平有望超过 2019 年同期水平，估算或有望较 2019 年同期增长 20%+，表现突出。结合五一小长假的良好表现，我们预计今年后续国内酒店行业持续复苏可期，从而为酒店龙头 Q2 以后国内酒店主业逐步恢复奠定良好基础。

图 26: STR 数据国内奢华、超高端和高端酒店恢复良好



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 27: 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

二看疫情加速行业出清，龙头有望加速扩张。去年以来持续的疫情扰动影响下，国内酒店行业承压，其中中小酒店承压尤其显著。一方面，结合参考企查查&空间秘探 2020 年 11 月数据，2020 年 1 月 1 日至 11 月 12 日共有 99774 家酒店相关企业吊销、注销（上半年约 4 万家）。单体酒店疫情下承压分化尤其明显，上述酒店关停中共有 93563 家注册资本 1000 万元以下的酒店公司注销、吊销，占到总量的 93.8%。另一方面，参考盈蝶网和中国饭店业协会数据，根据第三方 OTA 及酒店龙头官网等爬虫数据结果，2021 年 1 月 1 日，全国在运营住宿业设总数为 44.7 万家/-26%，客房总规模 1620 万间/-14%，其中酒店业设施（15 间客房以上）27.9 万家，同减 17%（客房数同减 14%）。在全国酒店设施 27.9

万家中,设定连锁酒店的统计口径是同一品牌3家门店及以上,则全国共计2668个连锁酒店品牌,客房连锁化率为31%/+9pct,进一步体现国内单体酒店和连锁酒店的分化差异。虽然这其中有隔离酒店没有纳入统计口径以及今年1月初疫情反复部分酒店阶段停业影响,但总体来看中小酒店和连锁酒店减少呈现较大差异,也侧面体现本次疫情中线来看有助于龙头加速出清。

与之相应,酒店龙头一是资金实力较充沛(部分还可通过资本市场融资支持),部分系上海或北京国资背景,抗风险能力更强,二是专业管理和规模效应优势显著,无论疫情时的应对预案及时(采购防疫物资,积极应对,打造隔离房等),还是疫情后的营销拓展得当(线上直销+本地拓展等),最终使其经营恢复节奏更快,龙头相对优势进一步凸显。

图 28: 截至 20 年 11 月, 关店酒店中超过 9 成系中小酒店



资料来源: 企查查, 空间秘探, 国信证券经济研究所整理

图 29: 我国住宿业规模及增速(根据 OTA 爬虫推算)



资料来源: 中国饭店业协会, 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

鉴于此,三家酒店龙头未来2-3年展店目标均显著提速。华住酒店疫情下进一步明确2022年底达到万店规模的目标;锦江酒店2020年提出2023年境内酒店翻番的目标,境内酒店开业目标达到15000家;首旅酒店2020年底提出三年万店目标,对应门店规模翻番增长。整体来看,未来2-3年系酒店龙头加速展店抢占和提升市场份额的关键时间。

表 14: 三家酒店龙头 2017-2020 年开店情况

时间	公司	分类	华住	锦江	首旅
2017	新开店		665	1150	512
	关店		-188	-324	-202
	净增店	经济型	161	315	30
		中高端	316	434	186
		其他	-	-	94
2018	新开店		723	1243	622
	关店		-239	-494	-285
	净增店	经济型	-82	-50	-10
		中高端	566	799	217
		其他	-	-	130
2019	新开店		1715	1617	829
	关店		-327	-546	-428
	净增店	经济型	593	-29	-427
		中高端	795	1100	225
		其他	-	-	603
2020	新开店		1759	1842	909
	关店		-588	-323	-464
	开业转筹建		-	-627	-
	净增店	经济型	877	33	-135
		中高端	174	859	220
	其他	120(DH)	-	360	

资料来源:公司公告等,注锦江2017年经济型、中端净增数据系根据公司公告口径估算所得

具体到2021Q1,由于1-2月疫情仍然扰动,叠加各家季节性差异,龙头开店

略有分化：如表所示，锦江酒店 2021Q1 开店依然迅猛，新开业酒店 347 家，较 20Q1 新开 253 家提速，开业转筹建 126 家，关店 64 家，净增开业酒店 157 家。首旅酒店虽然一季度受北方疫情影响较大，但 2021Q1 仍新开店 184 家（直营/加盟各自 7/177 家，经济型/中高端/云酒店/其他各 47/40/78/12 家），较 20Q1/19Q1 新开店 62/75 家提速，净增 97 家，且截至 2021Q1 末储备店为 1407 家，再创新高，为其 2021 年快速展店提供有利支撑。华住酒店 2021Q1 新开店 209 家，关店 117 家，净增加 92 家（其中加盟店 109 家，直营店-17 家）。总开业门店 6761 家，已签约待开业 2608 家。

从 2021 年展店目标来看，华住、锦江、首旅三家龙头均保持不逊于上年的开店速度，显示龙头仍快速扩张。华住酒店计划今年新开店 1800-2000 家（2020 年原计划开店目标 1600-1800 家，实际新开门店数 1649 家），关店 500-550 家；锦江酒店 2021 年预计开店 1500 家，签约 2500 家，签约也在提速；首旅酒店 2020 年计划新开店 1400-1600 家（2020 年计划开店 800~1,000 家，实际新开店 909 家）。

表 15：三大有限服务酒店龙头 2021 年展店计划

公司	20Q1			净开店			净开店		20Q1 末签约数据	2021 年开店规划
	开店	关店/转筹建	净增	中高端	经济型	云系列/其他	加盟	直营		
锦江	347	64/126	157	186	-29	-	173	-16	14,672	新开业/签约 1500 家/2500 家
华住	209	117	92	71	21	-	109	-17	2608	新开店 1800-2000 家
首旅	184	87	97	40	-9	54/12	100	-3	1,407	计划新开店 1400-1600 家

资料来源：公司官网，公告，财报等，国信证券经济研究所整理

三家龙头疫情后均加速融资，用于优化财务结构和支持酒店扩张及升级，助力其后疫情时代加速抢占市场份额。

锦江酒店 2020 年 9 月 2 日公告非公开发行新股方案，于 2021 年 3 月 22 日完成，本次非公开发行 A 股约 1.12 亿股，每股发行价 44.6 元，总募资规模 50 亿元。其中拟使用募集资金 15 亿元偿还银行贷款，优化财务结构，35 亿元用于酒店装修升级项目。虽然此次融资后有一定摊薄影响，但公司在行业低谷期募资逆势扩张，有助于公司后疫情时代加速扩张，并助力效率提升等，从而有助于持续巩固公司的规模优势和行业地位。

华住酒店 2020 年 9 月 22 日赴港二次上市，发行定价 297 港元，发行 2042 万股，募集金额约 60.65 亿港元。其中约 40% 用于支持公司资本支出及开支，加强酒店网络包括新酒店开业及现有酒店的升级及持续维护；约 30% 用于偿还金融机构贷款，约 20% 用于增强公司技术平台，包括华住会；约 10% 用于一般公司用途。公司此前先后收购桔子水晶、花间堂等积极做大做强，2019 年底收购 DH 酒店，此后因疫情影响，资产负债率高达 80%+，短期有息负债超过总负债的 35%，因此其赴港融资有助于显著缓解公司流动性和资金压力，并有助于公司在疫情加速行业整合时期提升市占率、降低融资成本、提高完善技术平台等，助力公司持续成长。

首旅酒店今年 4 月底公告拟非公开发行股票募资不超 30 亿元，主要面向包括控股股东首旅集团在内的不超过 35 名特定投资者，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%，发股不超过 2 亿股，且未超过本次非公开发行前公司总股本的 30%，主要用于酒店扩张与装修升级、偿还银行贷款等。其中控股股东首旅集团拟以现金方式认购本次非公开发行的 A 股股票，拟认购金额不超过 10.31 亿元，大手笔认购也充分彰显对公司后续发展的信心与支持力度。从摊薄的角度，考虑仍待最终融资方案确定，且公司未来发展也有望更加积极，我们预计未来摊薄影响或相对可控。

表 16: 华住、锦江、首旅融资基本情况

公司	融资金额	发行股数	发行价格	首次公告时间	融资完成时间
锦江	50 亿元	1.12 亿股	44.6 元	2020 年 9 月 2 日	2021 年 3 月 22 日
华住	60.65 亿港元	2042 万股	297 港元	2020 年 9 月 10 日	2020 年 9 月 22 日
首旅	不超 30 亿	不超 2 亿股	未定	2021 年 4 月 29 日	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 酒店龙头疫情后不仅伴随行业复苏, 同时还迎来行业出清下加速集中的有利机遇。其中, 扩张能力越强, 复苏节奏越快, 若能同时兼有自身效率提升等阿尔法逻辑, 则相对越受关注。**锦江酒店**虽有海外拖累, 但其国内酒店客房规模排名第一, 中端布局较领先, 未来 3 年门店扩张和利润规模目标明确, 其整合提速下后续潜力正在逐步释放, 规模优势下带来全面效能提升想象空间;**华住酒店**虽然海外预计持续仍有拖累, 且估值相对不低, 但公司治理优良, 经营效率突出, 会员体系和 IT 系统优良, 品牌矩阵全面丰富, 中长线成长仍有支撑。**首旅酒店**直营占比最高, 酒店门店均聚焦国内, 短期关注行业复苏节奏, 经济复苏时反弹弹性大, 且未来三年万店目标下预计展店进一步提速, 且后续仍可环球影城开业预期带来的阶段催化。

职业教育: 招录扰动短期业绩, 关注后续各赛道复苏及拓展

职教考培行业: 疫情下招考节奏打乱, 行业集中度预计进一步提升

2020 年初疫情爆发, 各种招录考试推迟, 原计划于 1 月底-3 月中上旬进行的国考面试推迟至 6 月下旬、原计划 4 月进行的省考联考推迟至下半年。招录节奏推迟的同时, 线下培训也阶段性暂停, 20 年 4 月下旬-5 月中上旬才陆续恢复, 并因冬季疫情反复 21 年 1 月 23 日-2 月中旬北京一切培训活动暂停。上述事件带来的影响主要为以下几个方面:

一是**教培机构收入确认节奏被打乱**。招录及培训节奏的变化, 影响培训机构收入确认节奏, 中公教育 2020 年上半年业绩亏损 2.33 亿元, 但 Q3 业务恢复后迎来爆发, 实现收入 46.3 亿、业绩 15.5 亿的靓丽表现。

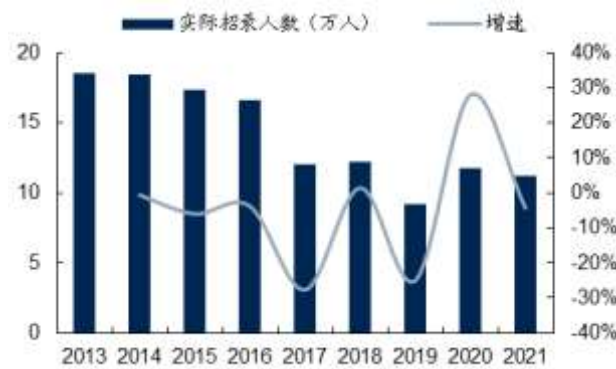
二是**不同招录考试的扩招、缩招变化不同**。剔除招录节奏影响, 可以发现疫情下不同招录赛道呈现出差异化招录趋势, 国考、省考等招录规模相对更稳定 (2021 年国考扩招 7%、省考缩招 5%但有考试提前影响); 但事业单位、教师等地方性考试波动性更大, 部分考试受疫情影响直接取消 (而不是推迟), 这也导致部分培训机构的事业单位、教师培训等业务增长承压。差异的原因我们预计主要与招录机构的灵活性相关, 国考、省考相对更规律, 且在缓解就业压力时更当表率, 在疫情下的组织力也更强; 但事业单位、教师等更多由地方机构组织, 组织者较为分散, 面对疫情时的组织力偏弱, 波动性更大。

图 30: 国考招录人数及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 省考招录人数及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

三是行业分化加剧，集中度预计进一步提升。疫情对教培机构冲击较大，2020年上半年很多小的线下教培机构倒闭，下半年部分大中型机构也逐步表现乏力。结合民办教育培教委数据，近30%的教培机构表示可能倒闭，37%企业经营暂停，影响很大。龙头优势则预计进一步强化：1) 龙头可暂时线下转线上，部分支撑销售并有助于后续转化为线下学员，而小机构缺乏线上教学系统及经验；2) 龙头资金实力相对更强，尤其是已上市企业，例如中公教育拟定增募资60亿元、猿辅导2020年融资28亿美元等，既能支撑其渡过暂时难关，又能支撑其逆势扩张。预计行业集中度将进一步提升。

表 17：疫情下培训机构表现：分化加剧，集中度提升

教培机构	表现
中公教育	1月底公告拟定增60亿元，其中42亿用于建设怀柔学习基地、18亿用于补充流动资金
猿辅导	2020年共获得4次融资，合计共47亿美元
作业帮	2020年共获得2笔融资，共23.5亿美元
火花思维	已完成六轮融资，累计约3.4亿美元，领跑小班课赛道
兄弟连	2007年创立，2016年挂牌新三板，后续因经营决策错误经营状况每况愈下，2020年在疫情打击下宣布破产
百弗英语	2020年初被爆资金链断裂、停止运营
迪士尼英语	受新冠疫情影响出现严重亏损，2020年6月22日宣布正式取消中国市场的所有英语培训中心

资料来源：公司公告、腾讯新闻、鲸媒体等，国信证券经济研究所整理

四是竞争格局变化，中公在公考快速增长以及多品类发展支撑下仍稳居行业第一，但粉笔等竞争对手近两年快速崛起。经营方面，根据多知网、36Kr等报道，粉笔2020年实现流水42亿（2019年16亿左右），实收20亿+，其中线下占比为主，公考培训占比约8-9成。截至2021年2月，粉笔在全国已经建成线下学习中心396家。而在2020年年初，粉笔只有30个教学点。与之相对应的，粉笔的员工规模也在不断扩大，从2020年初的3000人扩张到目前的1.8万人。粉笔的快速扩张，主要得益于以下几点：一是资金支持，近两年猿辅导融资支持以及今年2月粉笔独立融资3.9亿美元；二是线上流量优势，粉笔从14年构建线上题库至今积累了4800万的用户流量，可为其线下业务导流，同时支持线下渠道布点；三是其之前的高性价比课程积累了良好口碑；四是服务质量优。但随着粉笔的快速扩张，总部分校管理体系、教研体系、师资培训管理体系等的搭建也将面临一定挑战。我们预计短期粉笔预计仍将维持较快扩张态势，但中长期的发展尚需观察，与其管理、教研体系的表现息息相关。

整体来看，公考行业从不乏竞争者，也有很多名师脱离公司自主创业，但几经沉浮仅有中公、华图、粉笔等脱颖而出，具有一定规模。目前中公仍是业内绝对龙头，2020年总收入112亿，其中公考培训收入63亿；华图次之，收入估算小几十亿；粉笔增长快速，收入20亿+。我们预计在中公、粉笔等的参与下，行业蛋糕有望进一步做大，而在原有参与者的教研、师资、管理体系等优势下，若没有新的商业模式突破，竞争格局方面则有望形成一超（中公）多强（华图、粉笔等）格局。

五是鼓励社会力量办学，政策持续利好职教培训。2005年以来，职教行业一是定位不断强化提升，二是鼓励社会力量参与职教办学主基调不断明确。2019年底《职业教育法修订草案（征求意见稿）》明确职业教育“由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变”的要求。2020年疫情压力下，稳就业居首，政策有望持续利好。

表 18: 近几年职业教育政策频出: 持续利好, 鼓励社会化办学一以贯之

时间	政策	主要内容
2017 年 1 月	《国家教育事业发展的第十三个五年规划》	进一步完善现代职业教育体系, 大力发展现代职业教育和继续教育, 加快培养经济社会发展急需人才
2017 年 12 月	《关于深化产教融合的若干意见》	优化职业教育布局。拓宽企业参与途径。鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育、高等教育。有条件的地区探索推进职业学校股份制、混合所有制改革, 允许企业以资本、技术、管理等要素依法参与办学并享有相应权利。
2018 年 2 月	《职业学校校企合作促进办法》	从合作形式、合作内容、政策支持等方面对校企合作进一步作出规定
2018 年 4 月	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	明确“职业技能培训”的现实意义; 将职业院校学生“试创业”实践活动纳入政策支持范围; 开展职业训练院试点工作
2018 年 8 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》	提出实施语言能力、艺术等非学历职业教育的机构可以直接申请法人登记
2018 年 12 月	《个人所得税专项附加扣除暂行办法》	对纳税人在接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育时产生的支出, 在取得相关证书的当年, 按照 3600 元定额扣除
2019 年 1 月	《国家职业教育改革实施方案》	实施中国特色高水平高职院校和专业建设计划; 启动“1+X 证书制度”改革, 实现“育训结合、书证结合”, 培养社会急需的高质量人才
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	推进职业教育与产业发展有机衔接、深度融合; 建设中国特色高水平职业院校和专业; 推进中等职业教育和普通高中教育协调发展; 提升职业教育的服务能力等
2019 年 2 月	《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》	深化产教融合; 完善职业教育体系; 健全行业制度标准; 建立国务院职业教育工作联席会议制度; 发展现代农业职业教育等
2019 年 3 月	总理政府工作报告	实施职业技能提升行动……加快发展现代职业教育, 既有利于缓解当前就业压力, 也是解决高技能人才短缺的战略之举。改革完善高职院校考试招生办法, 鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考, 今年大规模扩招 100 万人。设立中等职业教育国家奖学金。支持企业和社会力量兴办职业教育。
2019 年 5 月	《职业技能提升行动方案(2019—2021 年)》	2019-2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上, 其中 2019 年培训 1500 万人次以上; 到 2021 年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到 25% 以上, 高技能人才占技能劳动者的比例达到 30% 以上
2019 年 10 月	《关于教育支持社会服务产业发展提高紧缺人才培养培训质量的意见》	鼓励院校广泛开展职业培训, 开展 1+X 证书制度试点, 打造“双师型”教师队伍
2019 年 12 月	《中华人民共和国职业教育法修订草案(征求意见稿)》	落实职业教育“由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变”的要求, 支持举办股份制、混合所有制职业学校, 确定产教融合型企业制度并明确了条件和优惠政策
2020 年 9 月	《职业教育提质培优行动计划(2020—2023 年)》	明确了办好新时代职业教育的施工图, 宣告职业教育大改革大发展的格局基本形成, 职业教育由此进入爬坡过坎、提质培优的历史关键期
2021 年 5 月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	对职业学校营利性上给予更多空间, 鼓励多种方式参与或举办实施职业教育的民办学校; 规范职业院校的招生、培训、教材等。

资料来源: 国务院, 教育部, 新华网、百度百科等, 国信证券经济研究所整理

5 月 14 日,《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》正式发布, 自 2021 年 9 月 1 日正式施行。其中关于职业教育的条例共有以下几条: 第七条, 实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素, 举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校; 第九条, 国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校; 第十四条, 实施国家认可的教育考试、职业资格考试和职业技能等级考试等考试的机构, 举办或者参与举办与其所实施的考试相关的民办学校应当符合国家有关规定; 第二十九条, 实施高等教育和中等职业技术学历教育的民办学校, 可以按照办学宗旨和培养目标自主设置专业、开设课程、选用教材等。

整体来看, 民促法条例对职业教育主要持鼓励、规范的态度, 营利性空间更多、鼓励多种方式办学, 同时也要求民办职业学校及考培机构要符合相关规定。

中公教育基本面: 2020 年国考逆势支撑, 2021Q1 招录扰动致现金流承压

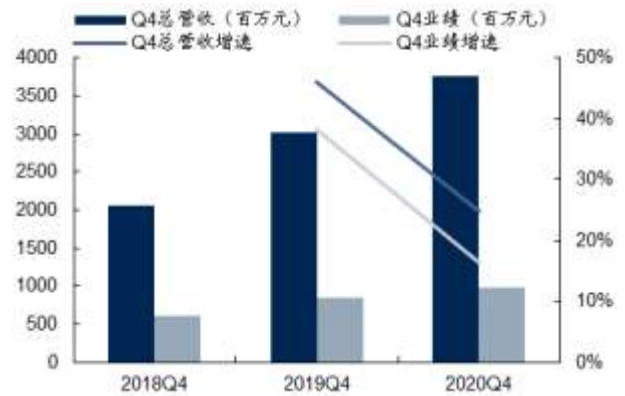
2020 年, 公司实现营收 112.02 亿元, 同比增长 22.08%; 实现归母净利润 23.04 亿元, 同比增长 27.70%, 其中增值税减免贡献约 3.14 亿、理财收益 1.80 亿; 扣非净利润为 18.67 亿, 同增 9.82%, 位于业绩预告区间的下限, 但相对低于业绩预告前的市场预期, 疫情影响下增速放缓; EPS 为 0.37 元。

图 32: 公司 2020 年收入业绩及增长情况



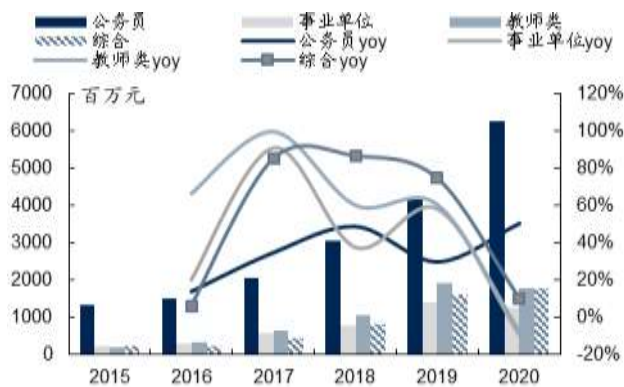
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司 Q4 年收入业绩及增长情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 公司面授培训细分业务增长情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理
备注: 其中 2015-2018 年为细分业务面授培训的收入及增速, 2019 年及以后为面授+线上的收入及增速, 口径略有不同

图 35: 公司面授培训及线上培训业务表现

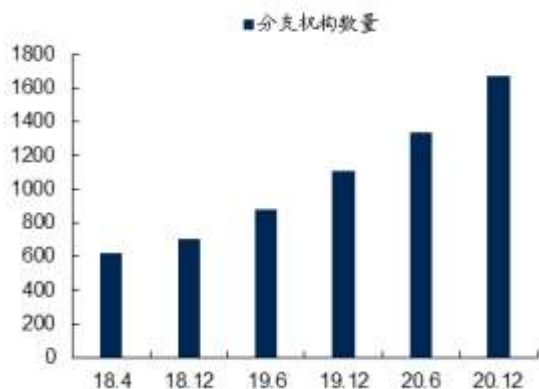


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 1) 公务员考试, 在 2020 年国考扩招 66%、省考扩招约 30% 的背景下, 虽有疫情扰动, 但公司依托提前销售+线上线下发力等, 实现了 63 亿的收入, 同比增长 51%, 超出市场预期。其中培训人次增长超 5 成。2) 事业单位, 因疫情及公考延期影响, 事业单位被动缩招, 导致最终实现收入 13 亿元, 同比下滑 9%, 低于市场预期。3) 教师序列, 同事业单位类似, 被动大幅缩招, 公司实现收入 18 亿, 同比下滑 7%, 低于市场预期。4) 综合序列收入增 10%, 预计主要系医疗序列较大幅度缩招拖累增速。分线上线下来看, 2020 年线上培训业务实现营收 29 亿元, 同增 181%, 线上培训营收在整体营收的占比也大幅提升, 从去年同期的 11.29% 上升到 25.94%。线上培训人次也接近 300 万, 增长超过六成。线下收入仅微增 2%。主要系疫情期间线下课程阶段暂停, 线上课迎来了较快增长。

逆势扩张, 进一步巩固渠道及研发优势。截至 2020 年底, 公司直营分支机构共 1669 家, 较期初 1104 家同增约 51.18%, 渠道拓展快速推进。公司渠道深度覆盖 319 个地级市, 并仍在快速地向数千个县城和高校扩张。公司共有员工数 4.51 万人, 较期初同增 28.00%, 其中研发人员及教师增长较快, 分别同增 47.49%/39.99%, 为业务的快速拓展打下了坚实的基础。

图 36: 公司分支机构开拓迅速



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

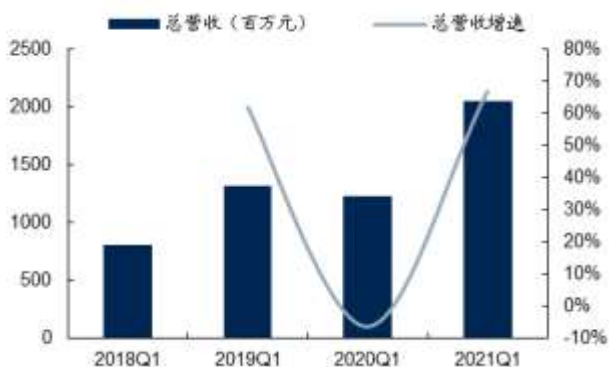
图 37: 公司分支机构具体布局



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

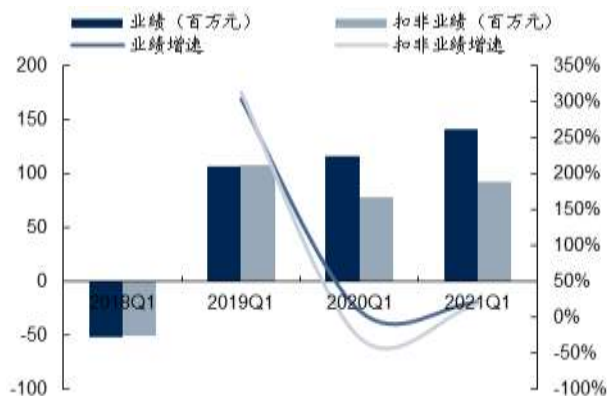
2021Q1, 公司实现营收 20.52 亿元, 同比增长 66.79%, 预计得益于 20 年部分考试收入的推迟确认以及 21 年国考培训的相对支撑; 实现归母业绩 1.41 亿元, 同比增长 21.00%; 扣非后业绩为 0.92 亿元, 同比增长 18.7%; EPS 0.02 元。2021Q1 末合同负债 50.71 亿元, 与期初相比增加 3%, 较 2020 年 Q1 末下滑 7%。Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.58 亿元, 同比下滑 47%。虽有季节性扰动, 但前两项指标仍一定程度上反映了业务压力, 主要系多省联考提前一个月, 导致高峰收费期减少近一个月, 逊于预期。但也有望与后续教师等考试错开时间, 使后续备考更充分。

图 38: 公司 2021Q1 营收增长 66.79%



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 公司 2021Q1 业绩上涨 21.00%

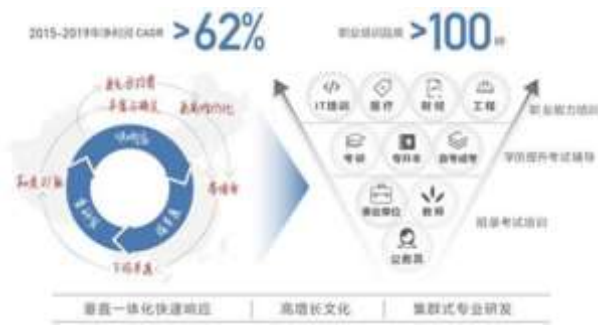


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

中公教育成长看点: 短期关注招录及培训节奏恢复, 中线关注跨赛道布局

21 年国考扩招 7%, 但省考缩招约 4%, 预计主要与考试时间间隔较短有关 (20 年省考在 8 月, 21 年在 3 月), 不排除部分省份下半年二招的可能, 往年也有过二招的例子, 而且省考报名人数同增约 10%; 而且短期招录人数小幅变动对公司的影响相对有限 (市占率、参培率、退费率变化可一定程度抵消), 重点关注长期趋势。21Q1 省考提前 1 个月左右对公司课程准备及考生备考有所影响, 但也有望与后续教师等考试错开时间, 使后续备考更充分。整体来看, 公司短期业绩有波动, 预计主要受招录节奏影响, 建议关注招录趋稳后的业务表现。中线来看, 扩招及参培率有望维持提升趋势, 推动行业扩容, 公司有望凭借教研、渠道等优势进一步提高市占率, 基地建设不断推进, 期待其跨赛道复制扩张布局。

图 40: 公司业务覆盖三大板块, 100 多个细分品类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 41: 公司三大板块可互相协同, 递进式发展

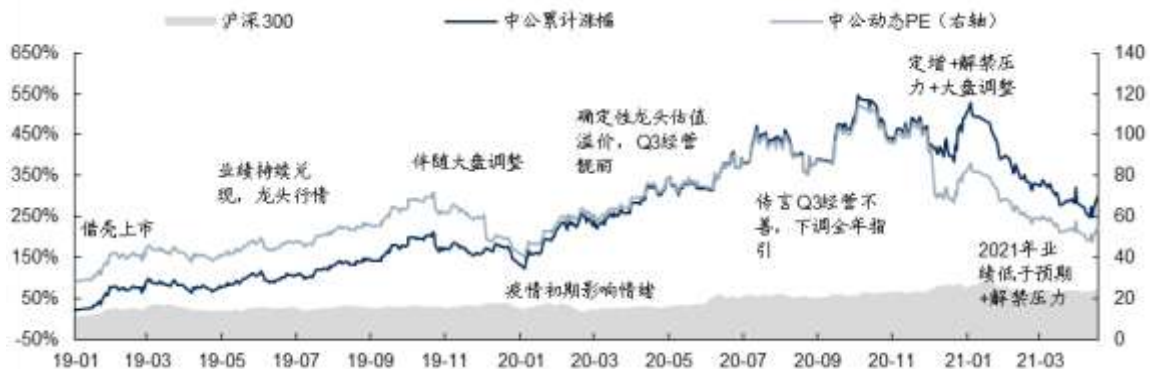


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中公教育股价复盘: 兼顾基本面及市场风格, 短期承压, 中长期持续看好

复盘中公, 借壳上市以来一直维持较高估值水平, 从 19 年初的 30x 逐步提升至 19 年 11 月的 70x+; 后因大盘风格转变有所回调, 但仍有 40x+。居然看 2020 年至今, 2020 年初, 受疫情影响, 公司股价有所回调; 此后随着疫情缓解, 国内经济逐步复苏, 公司股价一路上行, 2020 年 2 月 4 日-9 月 3 日股价累计上涨 150%, 表现非常靓丽, 估值也从 40x+ 攀升至 100x+; 但 9 月中下旬受 Q3 业绩不善的传闻影响, 股价暂时下跌, 估值最低调整至 80x 左右; 但随着 Q3 业绩的公布, 靓丽表现又再次催化股价上涨; 11 月受定增计划影响, 以及大盘调整, 股价下跌。2021 年 Q1, 受股份限售解禁影响, 公司股价持续下行, 截至最新, 动态估值约 50x 左右 (对应 2021 年业绩 30 亿)。

图 42: 中公教育股价走势及事件催化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

短期疫情影响部分招录节奏, 不确定性扰动仍存, 但赛道需求刚性+龙头格局优化将构成业绩基本盘支撑, 后续关注疫情企稳后存量优势业务的中线趋势和新赛道孵化效果, 短期疫情扰动、限售股解禁、竞争加剧担忧带来股价回调, 估值回归合理区间后提供增配机会。

K12 教培: K12 教培行业监管再次加码, 关注法规细则落地节奏

K12 教培行业: 监管政策有待进一步落地明确, 但合规经营监管趋势明确

民促法正式出台, K12 教培行业规范经营为监管大趋势。2021 年 5 月 14 日, 国务院总理李克强日前签署国务院令, 公布修订后的《民办教育促进法实施条例》, 条例自 2021 年 9 月 1 日起施行。新民促法实施条例中, 针对 K12 教培行业, 新条例并未新增相关内容, 但国家前期已经就 K12 教培机构证照、营销方

式、教学内容、教师资质等方面予以规范，教育部基础教育司司长吕玉刚在接受第一财经提问时称：“今年会加大校外培训机构治理力度，切实减轻学生校外培训负担和作业负担”。5月21日下午，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十九次会议，审议通过了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，“双减”政策正式落地。会议强调，要全面规范管理校外培训机构，坚持从严治理，对存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等问题的机构，要严肃查处。要明确培训机构收费标准，加强预收费监管，**严禁随意资本化运作**，不能让良心的行业变成逐利的产业。要完善相关法律，依法管理校外培训机构。

北京地区 K12 课外教培行业监管已再次加码。根据芥末堆看教育消息，朝阳区、昌平区教育培训机构专项行动工作组办公室发布相关文件。其中朝阳区要求中小学学科类培训机构、外语语言能力培训机构及与中高考高度相关的学科类培训机构共计 3 类培训机构继续停止线下培训和集体活动，具体复课时间另行通知；昌平区同样发布通知，市教委检查组将对各区教育类（学科类、语言类、中考高复读）培训机构暂停线下培训落实情况地进行实地检查，要求昌平区各单位对摸排上报名单内的机构进行逐一通知，确保无课下教学活动。所有开展线上教学的授课教师要在机构显著位置公示教师照片、身份证及资格证号。随后，**北京市教委通过官方微信发表声明**，网上流传的“北京继续暂停学科类校外培训机构线下培训和集体活动”消息不实，市教委已启动对学科类校外培训机构有序恢复的工作，支持符合办学标准、有益于学生学识和综合素质提升的校外培训机构依法依规开展线下培训。

表 19：第一批恢复线下培训“校外培训机构”名单

	街道	学校名称	培训内容
1	回龙观	北京市昌平区学而思培训学校	学科培训
2	回龙观	北京市昌平区巨人文化艺术培训学校	学科培训
3	回龙观	北京昌平展望未来培训学校	学科培训
4	北七家	北京市昌平区东沙文化培训学校	学科培训
5	十三陵镇	北京市昌平区龙门育才文化培训学校	中高考复读

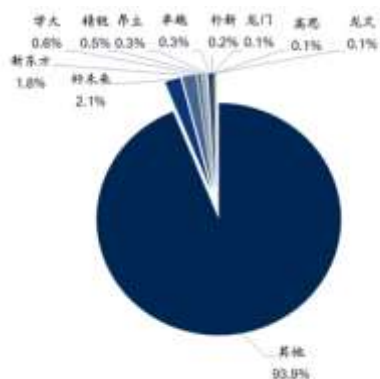
资料来源：昌平教育微信公众号，国信证券股份有限公司

静待行业监管细则落地。我们认为北京地区监管政策是 2018 年 K12 行业监管政策的加码。在 2020 年疫情大背景下，一方面经济环境下行，群众消费能力完全恢复仍待时日，但部分 K12 培训机构利用家长的升学焦虑情绪营销自身产品，与国家对教育所应起到的压舱石、公平上升通道的希冀相左，同时加大了家长的支出负担。21 世纪教育研究院提到，本轮治理，将提高校外教育培训机构的准入门槛，遏制校外培训机构的疯狂营销，限制校外培训机构的广告发布；**另一方面**，本轮北京监管是在 2018 年监管政策上的延续，排查超纲超前教学情况以及教师资格证，着力于办学许可证的审查，同时加大对教培机构资金的监管力度，保障疫情下学生家长的消费者权益免受侵权（机构跑路、教师无证上岗等）影响。**整体来看，线下复课在持续审查中，我们认为不排除未来出台配套治理意见的可能性，短期需要等待行业监管细则的落地，但行业合规经营的监管大趋势已经相对明确。**

K12 龙头复盘：监管逐步完善利好长期发展，短期节奏扰动或提供布局良机

监管政策逐步完善利好行业长期发展，短期节奏扰动或提供中线布局良机。未来整个 K12 行业从教师资质、超纲超前教学、教学质量不高、预付费资金、培训服务合同、未成年人保护等多维度加强监管，不符合要求的学科类校外培训机构，需停业整顿经营以及课程、资金实力较强的头部教培机构或可长期受益，不断提升自身行业份额占比。

图 43: K12 培训龙头 2018 年市场份额估算



资料来源:公司公告或官网等,国信证券经济研究所整理。
注:高思系估算,新东方仅估算 K12 收入等,行业规模参考 Frost & Sullivan 等

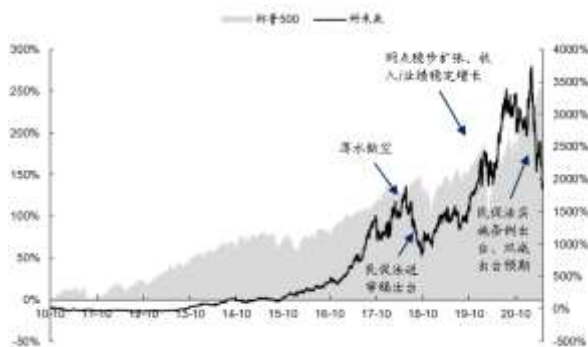
图 44: 我国各区域部分代表 K12 培训龙头情况



资料来源:鲸媒体,国信证券经济研究所整理

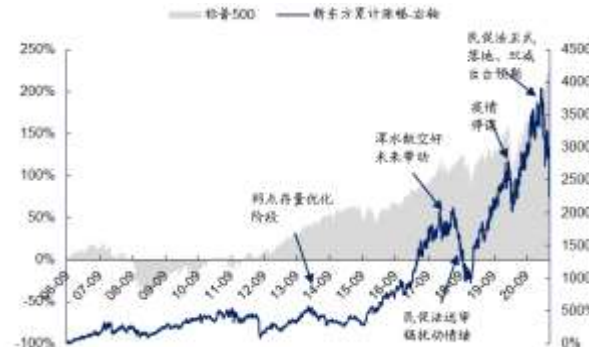
通过对好未来、新东方等 K12 龙头公司的股价复盘,我们发现每一次政策的出台,短期内上市公司经营、财务、股价会造成一定的冲击,背后的原因是市场对于政府监管目的和公司长期经营存在的不确定性的担忧,但长期来看,这些政策的目的是为了规范行业的发展,龙头反而凭借自身教学实力和品牌口碑而更加受到认可。当然目前的政策背景较以往监管来说,层级更高,要求更严,未来龙头公司如何在满足监管要求下更好地打造自己的社会普惠形象(比如线上教育被鼓励),需要有更多的思考。

图 45: 好未来上市以来累计涨跌幅



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 46: 新东方上市以来累计涨跌幅



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

个股看点: 科德教育异地扩张连下数城, 学大教育创始人正式回归

A 股 K12 教育板块我们重点关注科德教育、豆神教育、学大教育:

科斯伍德: 职普联合战略持续推进。1) 高中职普 55 分流政策逐渐明确, 未来 5 成左右学生升入普通高中、5 成升入中等职业学校的政策, 已经在各地逐渐落实, 未来学生对优质中等职业学校需求会大幅提升; 2) 公司异地校区稳步扩张, 自 2020 年中旬开始, 公司陆续公告与厦门倍凡教育签订战略合作协议、收购长沙职业中专 51% 股权、收购合肥龙翔高复学校 70% 股权、收购天津旅外职业高中 100% 股权 (预计近期完成工商变更)、收购河南毛坦高级中学 60% 股权, 以及与慧闻集团签署战略合作框架协议。我们认为, 公司异地扩张即将进入成果的验证回收期, 若新战略验证成功, 公司也将进入新一轮成长期。

豆神教育: K12 大语文赛道标的, 1) 依然看好语文赛道的发展潜力, 高考改革与语文教材统一背景下, 语文单科重要性前置, 未来家长重视程度、考试区分度提升趋势相对较为明确; 2) 管理能力仍需进一步打磨完善, 疫情下公司虽积极应变 (课程由线下转至线上), 但高管团队偏年轻+自身积累等因素影响, 公

司未完成 2020 年业绩对赌；此外，公司在异地扩张过程中，在部分地区出现名师出走的情况，未来利益绑定机制仍需完善。且近期公司撤回再融资申请（双减背景下的监管趋严），且北京校区仍处于停课状态，预计上半年经营会有影响，未来建议关注内部应对调整效果以及复课进度。

学大教育：1) 疫情下业务彰显韧性，2020 财年，子公司学大教育全年营收 24.65 亿元，其中教育业务 23.94 亿元/-19%，实现净利润 1.77 亿元/+24%，剔除疫情下税收减免扰动，预计教育主业盈利约 1 亿元，彰显个性化辅导业务强刚需性。2) 融资落地、股权结构理顺：2021 年公司再融资方案顺利落地，资金到位一方面教育主业扩张有支撑，同时创始人金鑫成为公司实控人，教育团队话语权加重，以及利益机制绑定完善，未来教育业务经营效率提升，公司业务会带来边际提升，未来积极跟进创始人回归经营效率提升及教育业务结构改善效果。

人力资源服务：政策支持下行业成长/复苏良好，关注龙头发展潜力

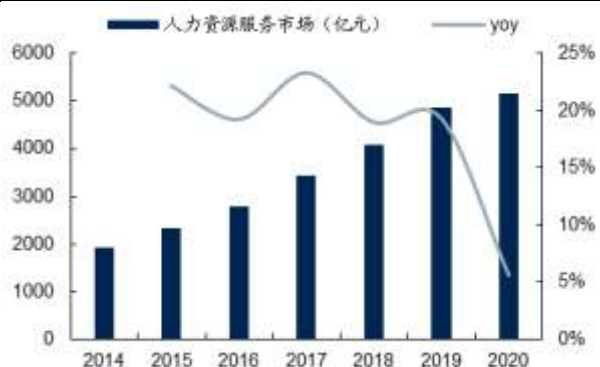
行业基本面：行业处于复苏通道，政策加持发展再多保障

2020 年疫情背景下就业承压，猎头及 RPO 业务受拖累，但部分灵活用工细分领域有望迎来新发展机遇。根据灼识咨询数据，2020 年我国人力资源服务市场规模约 5148 亿元，同比增长 5.6%，其中灵活用工服务市场规模为 828 亿元，同比增长约 12.1%，增速相对领先于其他子行业，但较过去 5 年 26% 的复合增速仍下滑明显，主要系上半年尤其 Q1 大多数企业停工停产所致，但伴随复工复产节奏的推进，以及疫情下企业用工需求转变，部分灵活用工细分领域迎来新发展机遇，生鲜外送、外卖、医疗等行业用工需求明显增加。也给资金实力强、业务品牌突出的人力资源服务机构提供了机遇。

2021 年以来，伴随宏观经济的持续改善，用工需求进一步释放，人力资源服务市场也逐步恢复增长，尤其是猎头、RPO 等顺周期业务恢复明显，灵活用工业务增速预计也进一步提升。

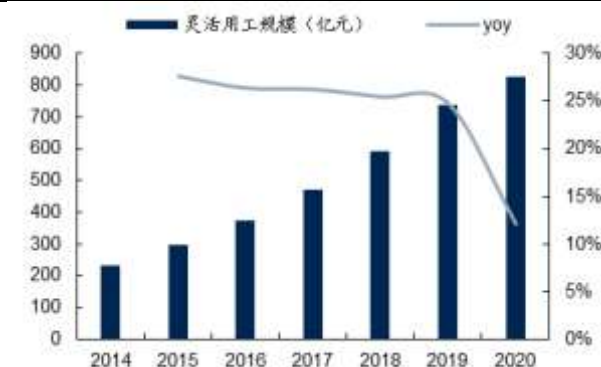
政策持续利好，鼓励灵活用工。疫情以来就业承压，国家不断强调扶持、鼓励灵活用工。2020 年疫情之处国家就多次提出鼓励灵活就业新模式、发布新职位，并于 7 月 31 日发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》，强调支持灵活多样的就业方式；9 月 30 日人社部发布《关于做好共享用工指导和服务的通知》，支持企业间开展共享用工，并对共享用工期间的工资发放、工伤责任等问题给出了明确说法。今年两会后又发布《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》，再次提出支持和规范发展新就业形态，加快推进职业伤害保障试点；继续对灵活就业人员给予社保补贴；推动放开在就业地参加社会保险的户籍限制等。整体来看，国家鼓励支持灵活就业方式，并且会更加重视对灵活就业人员的法律保障和整个行业的行政规范。

图 47：我国人力资源服务市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图 48：我国灵活用工市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

个股看点：科锐、人瑞、万宝盛华各有千秋，有望受益于行业快速增长

科锐国际基本面：2020年，在疫情背景下，公司仍然实现了靓丽的增长表现，主要源自国内灵活用工业务的支撑。整体来看，2020年营收同比增长10%（同口径国内增29%）；业绩1.86亿，同比增长22%（国内增32%）。其中灵活用工收入31.12亿元，同比增长13%；大陆地区灵活用工收入约为22亿元，同比增长31%，剔除社保减免影响同增约40%，维持高增长态势。猎头及RPO收入分别下滑12%/26%，主要受疫情和宏观经济影响。受海外疫情影响，2020年Investigo收入及净利润下滑，贡献权益净利润968万/-46%。

图 49：科锐国际的收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 50：科锐国际分业务收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2020年公司进一步加强技术投入，对内升级CTS系统，提高业务效率；对外推出“才到云”、“智能招考管理系统”、“禾蛙”、“即派盒子”等产品/方案。具体来看，1)公司在2020年基本完成“科锐才到云”的整合，即包含招聘、入职、考勤、薪税等模块一体化HRSaaS解决方案，专注大健康、新零售等行业客户；云累计服务客户159家，服务管理企业员工20万人。2)推出智能招考管理系统，在新疆、北京、天津等地推广实施，实施近200家事业单位招考工作，累计招聘岗位4,000余个，参加笔试/面试分别近4.0/1.5万人次。3)截止2020年末，科锐即派盒子（Gee-Box）聚合同行合作伙伴近3,500家；禾蛙聚合猎企194家，入驻顾问830余人，协同服务客户781家，服务岗位5,969个；天津津南区落地的区就业云超市，注册企业514家，发布岗位472个。

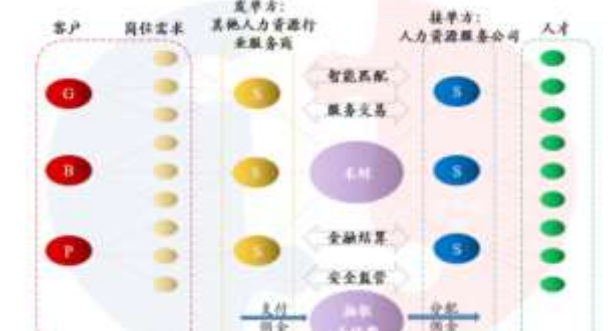
持续布局“大政府”业务生态，推出“城市人才大脑”，继已有的武汉、雄安、乌鲁木齐地区后，继续拓展海南、河南等地业务，为政府、企事业单位等招才引智。

图 51：科锐国际的智慧人力资源管理平台



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 52：禾蛙平台商业模式



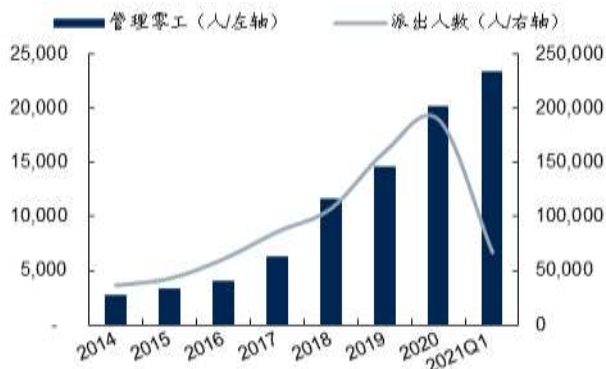
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021Q1灵活用工继续维持高增长态势，猎头和RPO则明显改善。公司2021年Q1实现营收14.52亿，同比增长57%，实现归母净利润3878万元，同比增

长 47%，剔除股权激励成本后的扣非业绩 3703 万元，同增 107%，低基数基础上表现靓丽。随着经济复苏+科锐战略生态完善，各项业务都呈高速增长态势，其中灵活用工业务扣除英国业务后收入同比增长 95%（剔除社保影响后估算同增 80%+），猎头与 RPO 扣除英国业务后两项业务收入与去年同期对比增长分别为 41%与 34%。截至 2021Q1，公司共经营 110 余家分支机构，自有员工数量达到 2717 人，同增 22%。管理的外包员工共计 2.34 万人，同增 58%；外包累计派出人员 6.70 万人次，同比增加 58%；共计为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位 6800 余人，相比去年同期增加 70%。

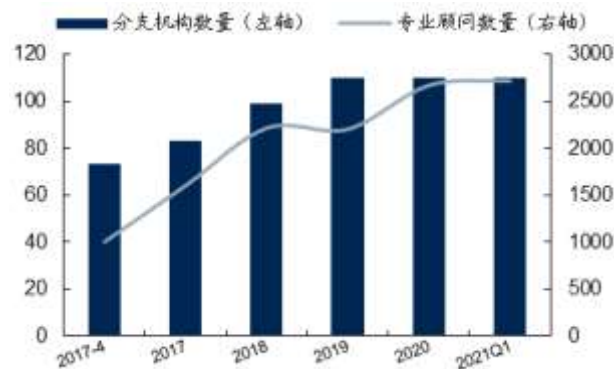
科锐国际成长展望：未来公司的看点将主要集中在以下两方面，一是得益于行业的发展阶段以及公司的优势，线下灵活用工业务预计仍将维持快速增长。预计 2021 年国内灵活用工业务仍将保持良好趋势，且伴随宏观经济及就业回暖，猎头、RPO 以及 Investigo 也有望持续改善。二是新技术业务的推出，有望改变现有商业模式，进一步提高业务效率，提升公司市占率。公司拟定增加加强技术平台建设、增强 ToG 业务、增资人才测评企业等，完善人力资源服务生态链，都有望进一步打开成长空间。而且我国灵活用工尚处高速发展期，公司全产业链布局下有望明显受益，未来也不排除进一步并购的可能性。

图 53：科锐国际的管理零工数量及派出人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 54：科锐国际的分支机构及专业顾问数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

人瑞人才基本面：2020 年公司经营先抑后扬，全年仍实现了良好增长。具体来看，2020 年公司实现营收 28.31 亿，同比增长 23.75%；经调整净利 1.83 亿，同比增长 36.46%。其中公司灵活用工服务收入约为 25.76 亿元，同比增长 19.8%，剔除减免的部分灵活用工服务费影响，同增约 28.9%。截至 2020 年末，公司灵活用工员工人数为 35,762 人，同比增加 42.4%；全年专业招聘实现收入 0.69 亿元，其中 H2 实现收入 0.50 亿元，较 2019 年同期增长约 50.8%，较为亮眼。2020 年公司毛利率为 9.57，同比下降 0.96pct，主要系上半年灵活用工业务毛利率下降拖累。

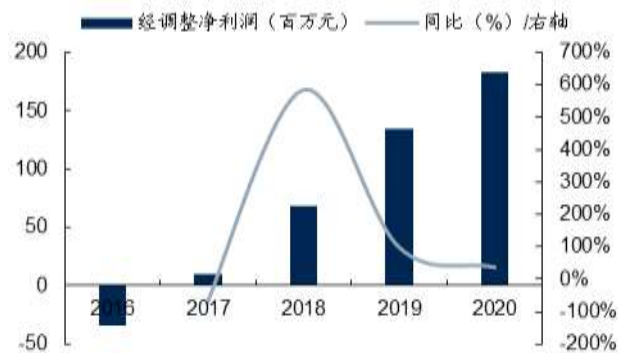
人瑞人才成长展望：随着经济的逐步复苏，2021 年中国灵活用工市场预计保持良好增长。长期来看，人瑞人才将专注服务新经济企业及大客户策略，同时加强对现有客户人力资源服务需求的深度挖掘，扩大国内外服务网络，加速信息科技岗位的灵活用工服务拓展，并通过投资并购加快业务布局，未来成长可期。

图 55: 人瑞人才营业收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 56: 人瑞人才经调整净利润及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

万宝盛华基本面: 2020 年公司实现总营收 32.23 亿元, 同比增长 5.93%, 其中灵活用工业务营收 30.12 亿元, 同比增长 12.16%, 主要得益于大陆灵活用工营收增长 (约 28%)。实现经调整净利 1.36 亿元, 同比增长 0.91%。公司 2020 年毛利率为 16.6%, 同比下降 2.7pct, 主要系毛利率较低的灵活用工业务占比上升。全年获介绍职业的合约员工总数为 38,500 人, 同比增长 13.24%, 其中大陆地区获介绍职业的合约员工总人数增长约 27%。

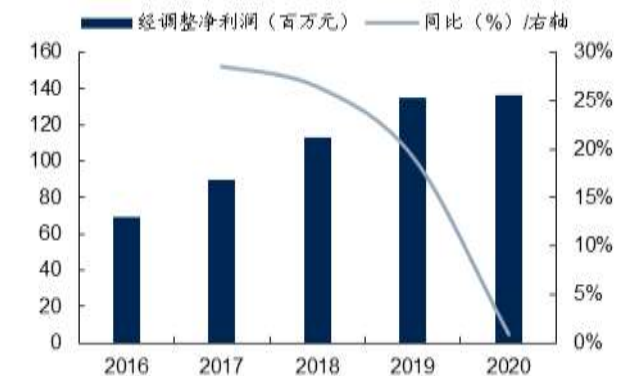
万宝盛华成长展望: 分地区来看, 中国大陆灵活用工业务预计将保持强劲增长势头; 台湾市场可能会逐步复苏; 香港方面, 公司已实现业务转型, 预期香港业务于中期将带来稳定的营收及业绩贡献。2021 年公司仍将灵活用工作为战略重点, 加速业务扩展, 通过策略性收购及合作巩固市场地位。

图 57: 万宝盛华营业收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 58: 万宝盛华经调整净利润及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

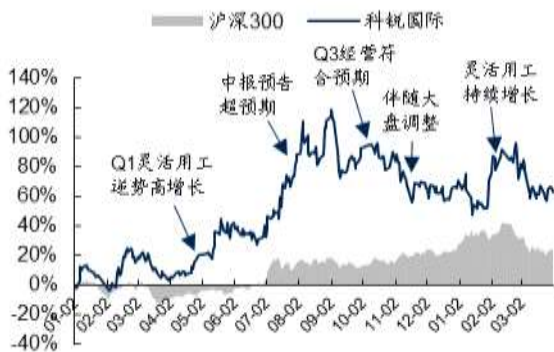
股价复盘: 业绩与风格催化股价, 关注后续持续成长性

2020 年初-2021Q1, 疫情冲击下灵活用工行业迎来发展机遇, 相关上市公司也走出阶段性靓丽行情。其中科锐国际股价累计上涨 62.61%, 增势靓丽。具体来看, 2020 年受疫情影响, 2-4 月股价有所调整, 随着国内复工复产逐步推进, 以及灵活用工业务持续高速增长, 股价走势强势, 但 20 年底及 21 年初受大盘调整影响股价也有所回调, 但随着 Q1 良好业绩公布, 股价仍有支撑。港股方面, 2020 年人瑞人才疫情期间股价有所回调, 后受业务增长不及预期 (业务结构与科锐有不同) 以及基石投资者解禁等影响, 短期走势有压力, 但伴随业绩回暖股价也有所回升; 万宝盛华 2020 年初期受疫情影响同样有所回调, 20 年 6 月以来大陆灵活用工数据高增带动股价上扬, 2021 年 1 月上旬, 受香港疫情反弹等影响, 公司股价有所调整。

整体来看, 人力资源上市公司行情主要受业绩支撑及市场风格影响。建议后续密切

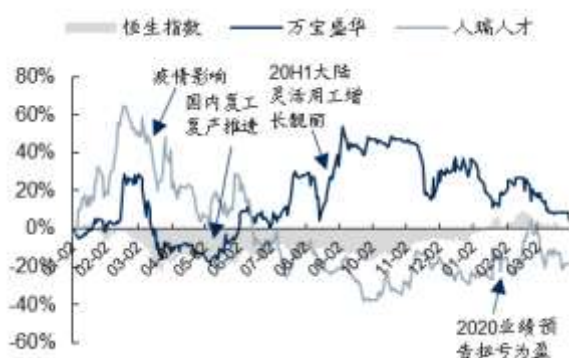
关注三大上市公司的经营及业绩表现。

图 59: 2020 年-2021Q1 科锐国际股价走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 60: 2020 年-2021Q1 人瑞人才、万宝盛华股价走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

餐饮: 疫情下资本助力龙头集中, 关注同店恢复及第二增长曲线孵化

餐饮行业: 疫情下龙头加速, 供应链发展行业孕育新机遇

疫情后餐饮行业逐步复苏, 龙头逆势扩张引领集中度提升。去年疫情以来, 国内餐饮行业承压, 但随着国内复工复产推进, 餐饮行业处于稳步复苏中。2020年4月国内餐饮收入恢复至2019年7成, 随后逐月上升, 2020Q4已恢复至2019年同期。2021年1-2月再次扰动, 但3月以来已经略超出2019年水平。从上市龙头来看, 海底捞2020年整体翻台恢复至2019年的73%(同店恢复至82%), 2021年3月以来估算至2019年的70%+(部分月份或有扰动)。九毛九旗下太二酸菜鱼2020年同店恢复至2019年9成以上, 我们预估2021年以来基本与2019年同期持平、部分月份略超出。呷哺呷哺2020年呷哺小火锅整体恢复至2019年76%、湊湊90%(湊湊数据系估算), 2021年以来呷哺短期预计受北方疫情影响、湊湊则相对良好。

与此同时, 疫情下机遇与挑战并存, 行业出清下出现更多可供选择的优质物业, 龙头餐饮资本支持下抗风险能力也相对更强, 2020年海底捞、太二酸菜鱼、肯德基分别逆势新增544、109、840家新店。同时, 头部餐企在租金补贴、新签租金、租约长度上等方面, 较之前均有进一步优惠, 租金优势有所强化, 有望为龙头成长提供更多有利条件。

图 61: 2021 年 1-4 月社会消费品零售总额餐饮收入增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注释: 1-2月国家统计局合并计算增速, 故图中1月、2月增速用当年1-2月累计增速代替。

图 62: 2020 年龙头餐饮开店数均创新高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

疫情下加速餐饮企业连锁趋势, 供应链升级发展助力餐饮龙头成长。从需求端来看, 一方面疫情进一步凸显单体餐饮抗风险能力不足, 标准化、连锁化趋势

有望强化，在提升餐饮企业运营管理能力的同时，也会侧面倒逼上游供应链改革；另一方面，餐饮行业门店租金、员工薪酬成本不断攀升，餐饮业对降本增效的需求越来越迫切，强化其优化供应链和单店模型。其中，冷链技术的成熟、物流行业的发展、以及互联网信息技术的发展，出现了以蜀海为代表的重资产平台型供应链企业、以及以主打低SKU、单品爆款的信良记等供应链企业。未来，供应链行业的发展有望进一步推动餐饮行业经营效率以及连锁化率的提升，我们预计未来越来越多企业会采用上游供应链来替代部分人工以控制总成本。受益于上游供应链的发展红利，行业未来也有望涌现越来越多的优秀餐饮企业。同时，供应链的强化，也部分有助于提升餐饮龙头企业护城河，对其估值中枢提供一定支撑。

股价复盘：2020 龙头表现靓丽，复苏节奏与新赛道孵化值得关注

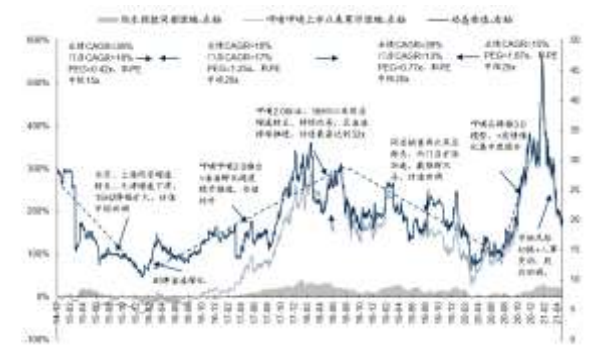
2020 年，疫情下龙头逆势扩张，助力其走出波澜壮阔行情，但 2021 年 2 月后部分则有所调整。2020 年初至 2021 年 5 月 21 日，海底捞累计上涨 43%，其中 2020 年股价涨幅+86%尤其突出，一是疫情下公司 2020 年新开店 544 家门店，创下历史新高，且 2020 年下半年门店经营逐步复苏，快速的门店扩张以及同店稳定恢复是股价上涨的核心支撑，但今年 2 月以来由于本身估值不低，同店恢复相对平平及第二增长曲线孵化仍待观察等因素，股价回调显著。与此同时，九毛九期内累计上涨 368%（2020 年 1 月 15 日挂牌上市），2020 年核心品牌太二逆势开店 109 家，超出 IPO 时开店指引（80 家），另外太二恢复出色，去年 9 月以来门店已经恢复至 2019 年同期水平，叠加怱等新品牌孵化，股价表现尤其突出。虽然今年 2 月以来九毛九也伴随市场风格切换、本身高估值等原因，股价自高位有所回撤，但在太二靓丽的表现支撑下公司股价相对抗跌。呷哺呷哺疫情之后门店同样稳步复苏，但由于呷哺小火锅短期重在调整模型，开店数量相对平稳，整体来看受益于行业复苏预期，公司股价期内最高上涨 141%（2021 年 2 月 10 日为期内最高点），但此后也伴随资金面因素以及人事调整（湊湊 CEO 离职、行政总裁解任）等因素，股价大幅回调。整体来看，在疫情停业、行业中小餐企出清的大背景下，餐饮龙头资金+品牌加持下，餐饮行业受到资金热捧，迎来 2020 年的靓丽行情。但 2021 年以来，受资金面变化、估值相对不低，各自餐厅恢复节奏及第二增长曲线孵化成效等因素差异，股价表现有所分化，部分龙头相对回调。

图 63：海底捞上市以来估值复盘



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 64：呷哺呷哺上市以来估值复盘



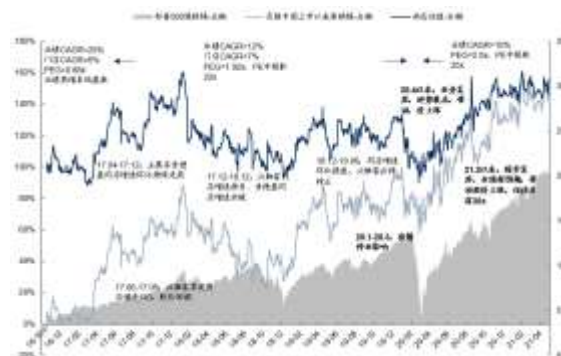
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 65: 九毛九上市以来估值复盘



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 百胜中国分拆上市以来估值复盘



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

个股看点：海底捞关注同店及跨界孵化，太二酸菜鱼品牌处门店/同店双升期

海底捞：公司目前市场关注点有二：一是门店快速扩张后同店数据能否维持稳定；二是第二增长曲线的孵化进展。疫情下公司快速扩张后，公司 2021 年以来门店翻台率仍处于渐进恢复中，截至目前海底捞整体恢复至 19 年同期 7-8 成左右，未来翻台率与门店扩张之间走向盈利的最优平衡，也成为市场关注的重点。第二增长曲线孵化方面，公司在快餐、奶茶等多领域尝试布局，但目前新品牌多数处于模型探索期，短期内对公司收入业绩贡献相对较为有限，未来孵化情况仍待持续跟踪。不过，在资源共享、成本共担、激励革新模式下，海底捞未来不排除在中式快餐等优质赛道领域，存有跑出新的成长品牌的可能性。

九毛九：1) 太二酸菜鱼处门店、同店增长双升期，品牌确定性、爆发性高。太二酸菜鱼展现出疫情后行业中独一无二的恢复能力，2020H2 同店收入已经恢复至甚至超出 2019 年同期，与此同时，太二门店处于快速扩张中，2020 年合计新开 109 家（IPO 原计划新开 80 家），太二将进入品牌势能强势期以及门店放量成长期，是上市公司未来 3 年甚至更长时间的核心成长支撑。2) 年轻化管理团队+灵活利益绑定加持，新品牌孵化提供想象空间。太二酸菜鱼初步证明了自身的跨界孵化能力，怂火锅等品牌处于稳步孵化中。另外，公司内部管理团队年轻充满活力，且通过一系列创始团队持股等方式完成利益的绑定，行业横向对比公司管理体系也有较强的先进性。公司未来有望成为平台型的餐饮企业，不断孵化出新的惊喜。

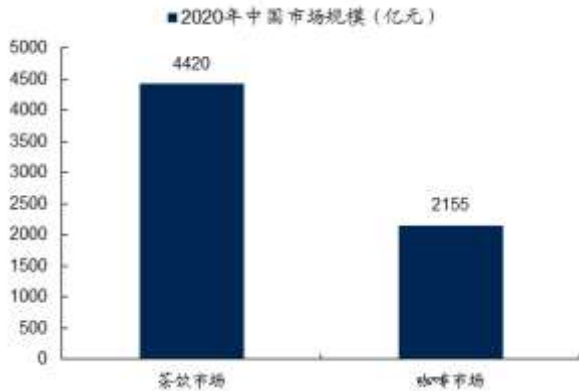
呷哺呷哺：1) 呷哺进入成熟期，模型优化能否带动同店企稳为重中之重。呷哺呷哺传统业务小火锅呷哺餐厅门店、收入占比仍较大，2019 年收入占比超 7 成，且公司近年来倾注了较大精力对呷哺餐厅模型进行改善，考虑到呷哺未来在集团内仍将占据比较重要的位置，参考 2016-2018 年估值复盘，若呷哺同店增速企稳回升，基本盘的回暖预计将带动公司估值回升，但最终改善效果仍需观察（行政总裁兼品牌负责人近期离职）；2) 凑凑此前势头良好，第二成长曲线已基本成型。由于上市内部呷哺品牌与凑凑分属不同团队在操盘经营，随着凑凑品牌的成熟壮大，上市公司急需出台新制度如股权激励制度、利润分享等协调双方团队的利益，与高级管理层利益进一步绑定，市场对凑凑 CEO 离职存有一定担忧。未来两大核心品牌人事变动之后，大股东兼董事长如何让企业继续焕发活力，在经营上市场可能对同店和开店等表现保持密切关注。

茶饮：高端现制茶饮增速领衔，头部品牌势能初显

国内茶饮 VS 欧美咖啡赛道：文化源远流长，具有覆盖人群广、成瘾性&高频消费、兼有部分社交属性等特征，赛道空间广阔。参考第一财经商业数据中心《2020 新式茶饮白皮书》，预计 2020 年中国茶饮市场总规模将达到 4420 亿元，

中国咖啡市场总规模将达到 2155 亿元，茶饮市场规模仍将是咖啡市场规模的 2 倍以上。考虑文化渊源、消费客群基础以及类似消费特征，我们认为国内茶饮赛道本质可与欧美咖啡赛道对标，而现制茶饮企业长线或可以与美国咖啡馆赛道部分对标，具有广阔想象空间。参考世界咖啡门户网站 2019 年底发布的《2020 年美国咖啡馆报告》，预计美国咖啡馆市场规模 2020 年有望达到 475 亿美金/+4.3%，咖啡馆有望达到 37274 间/+3.3%，规模庞大。

图 67：国内茶饮赛道 VS 咖啡赛道规模



资料来源：《2020 年新式茶饮白皮书》，国信证券经济研究所整理

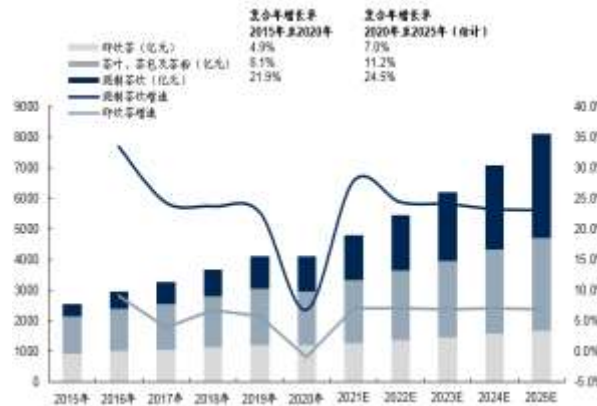
图 68：美国咖啡馆市场规模、门店规模等情况



资料来源：咖啡金融网、世界咖啡门户网站等，国信证券经济研究所整理

聚焦国内，现制茶饮成为近几年国内茶饮的重要构成和主要驱动，规模千亿+。参考灼识咨询的统计，按零售消费价值划分，国内茶饮市场规模 4107 亿元，其中现制茶饮 2020 年市场规模 1136 亿元，疫情下+6.87%，占茶饮市场的 27.66%，是其重要构成。

图 69：中国零售茶市场成长：现制茶饮系主要增长驱动



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图 70：高端现制茶饮的增速高于行业平均



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

高端现制茶饮增速相对领先。如图所示，结合灼识咨询的数据，过去 5 年国内现制茶饮中，高端现制茶饮（客单价>20 元）的复合增速高达 75.8%，显著高于中低端的茶饮店增速（分别为 21.2%、16.4%），且预计未来 5 年的增速达到 30%以上，依然领涨。消费升级（对健康、口感、外观、社交体验等的综合要求）、外卖兴起、产品交叉销售等助力现制茶饮行业尤其是其中高端品牌快速成长。

竞争格局：连锁化率不低，但行业集中度偏低，高端赛道寡头格局初现。由于行业准入门槛相对较低，国内现制茶饮市场玩家众多，市场竞争格局较为分散。单体奶茶店投资相对不大，普通加盟品牌单店投入一般 15-30 万不等，行业准入门槛相对较低，玩家众多。据 36kr、前瞻研究院及新式茶饮白皮书等数据，截至 2019 年底，我国新式茶饮门店数量预计近 50 万家左右，规模庞大。目前行业主要玩家如下图表所示，我们按产品定位、区域分布、商业模式特点等分

类。总体来看，喜茶、奈雪の茶、乐乐茶系全国性高端直营品牌，前两者门店规模在直营品牌中较为领先，2020 年底预计分别接近 500、700 家；茶颜悦色系区域中高端品牌，正拟跨区域逐步扩张；CoCo 都可、一点点等系传统全国品牌，直营+加盟为主，根据其官网、官微等估算门店规模 3000 家+，此外，蜜雪冰城系加盟为主的平价品牌，但门店规模相对可观，2020 年超过 10000 家，远超纯直营品牌。

图 71：国内现制茶饮主要玩家梯队



资料来源：艾媒数据、国信证券经济研究所整理

图 72：新式茶饮部分品牌按直营与加盟模式分类

模式	品牌	特点
直营	喜茶、奈雪の茶、乐乐茶	由企业总部直接投资管理，以品牌力为主，实行标准化运营管理，保证产品与服务质量的稳定性，保证品牌形象。
	茶颜悦色	限于统一调配资源，实现较高的规模经济性。
加盟	CoCo 都可、一点点、古茗、沪上阿姨、书亦烧仙草、一只酸奶牛、喜小茶	企业总部把自己拥有的商标、专利、技术和经营模式通过加盟连锁的形式授权加盟商使用。
	蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦等	进行低成本，加速企业资金回笼。

资料来源：艾媒数据、国信证券经济研究所整理

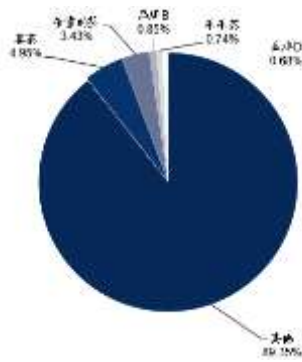
表 20：新式茶饮品牌构成，按照产品定位

客单价	主要品牌
高端（客单价>25 或 30 元）	喜茶、奈雪の茶、乐乐茶
中端（客单价 16-25 元）	茶颜悦色、7 分甜、茶百道
大众（客单价 10-16 元）	CoCo 都可、一点点、古茗、沪上阿姨、书亦烧仙草、一只酸奶牛、喜小茶
平价（客单价<10 元）	蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦等

资料来源：公司官网、艾媒咨询等，国信证券经济研究所整理

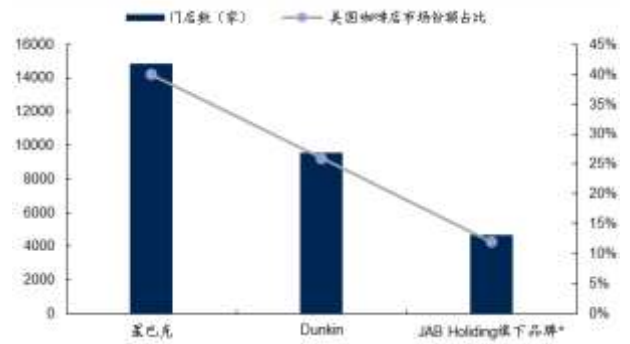
连锁化率整体不低，但龙头集中度较低，PK 国外咖啡赛道，未来国内现制茶饮龙头提升空间广阔。参考灼识咨询等相关数据，按门店规模计算，目前国内现制茶饮门店连锁化率估算约 59%（门店超过 1 家即算连锁），相对不低。但是，参考奈雪招股书等数据，并结合搜狐等媒体对喜茶创始人的采访等数据估算（参考单店月均销售额及喜茶门店规模情况）情况，我们粗略估算喜茶、奈雪的茶等龙头 2019 年按销售额计算二者在现制茶饮领域的整体市占率大致为 3-6%，2020 年预计略有提升，但整体仍然是偏低个位数水平。此外，若按门店规模计算，则喜茶、奈雪等的门店占比不到 1%。与此同时，加盟为主，定位平价，门店规模较大的蜜雪冰城预计市占率也仅约 3-4%左右，也相对较低。与之相比，从美国咖啡馆赛道的市场集中度来看，品牌连锁龙头基本呈现寡头垄断的格局。根据《2020 年美国咖啡馆报告》，美国 TOP3 咖啡店龙头星巴克、Dunkin 及 JAB Holding（在美国拥有 Panera, Peet's 和 Caribou 等咖啡店品牌）的市场份额（CR3）合计占比达 78%，其中星巴克占比高达 40%，市占率极高。换言之，对标美国咖啡赛道，国内现制茶饮龙头未来随着资本化助力有望快速发展，在本身行业连锁率不低的背景下，其龙头集中度仍有较大提升空间。

图 73: 国内现制茶饮市场份额估算



资料来源: 灼识咨询, 公司公告、公司官网等, 腾讯新闻、钛媒体、36kr 等估算, 国信证券经济研究所整理

图 74: 美国 TOP3 咖啡龙头门店规模及市场份额占比

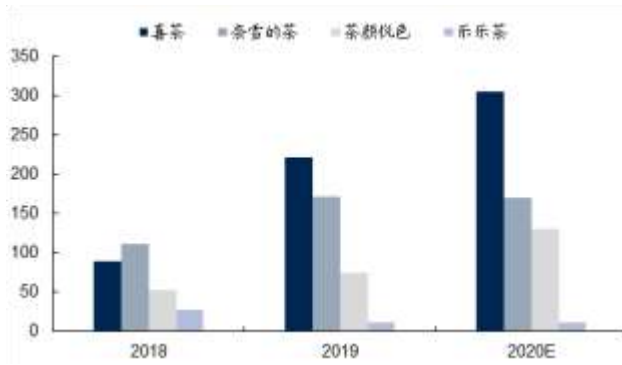


资料来源: 咖啡金融网, 世界咖啡门户网站, 《2020 年美国咖啡馆报告》等, 国信证券经济研究所整理

疫情下加速龙头集中。2020 年, 受疫情影响, 参考美团点评等数据, 2020 年 6 月, 新制茶饮门店数量从此前约 50 万家, 减少至 48 万家, 但行业龙头, 如喜茶、奈雪等纷纷加速展店。2020 年, 喜茶门店净增 300+, 奈雪门店净增估算约 170-190 家。结合餐饮届报道, 蜜雪冰城 2020 年上半年门店增长超 3000 家, 截至 2020 年 6 月 22 日门店数量破万。显示龙头企业疫情下反而逆势展店提速。品牌和资本支持, 在疫情下相对优势进一步凸显。

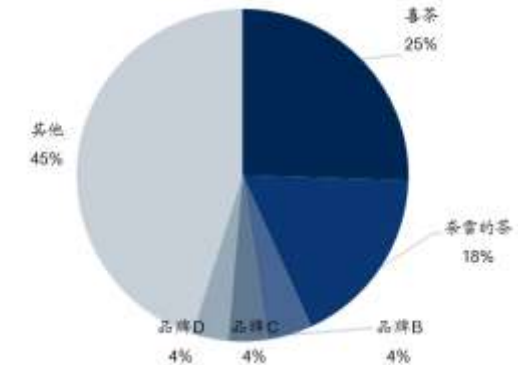
高端现制茶饮市场龙头寡头竞争格局初显。参考灼识咨询数据进行估算, 截至 2020 年 9 月 30 日, 我国高端现制茶饮运营门店达 32000 间, 其中连锁龙头约 100 个, 连锁门店 24000 间, 按门店计算, 连锁化率约 75%, 相对较高。同时, 从市场集中度来看, 按收入计算, **TOP3 的市场份额合计达到 47.6%, TOP5>50%**, 相对不低。我们认为高端领域龙头品牌优势已经相对突出, 依托先发优势以及后续融资等优势, 初步形成了自身的一定的相对优势和护城河。

图 75: 喜茶、奈雪、茶颜悦色及乐乐茶等门店扩张情况



资料来源: 2020 年新式茶饮白皮书、奈雪招股书、喜茶官微数据等, 国信证券经济研究所整理

图 76: 高端现制茶饮龙头市场集中度情况



资料来源: 灼识咨询、国信证券经济研究所整理

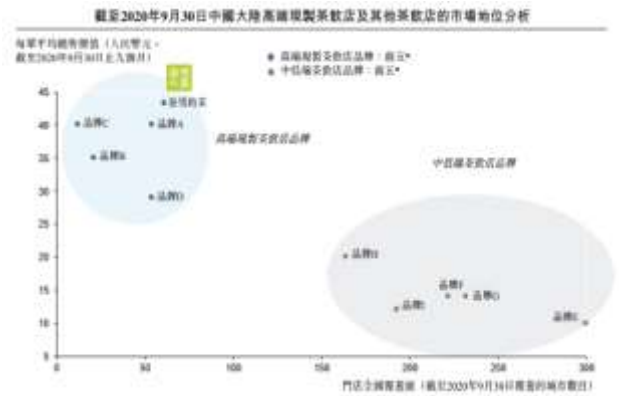
聚焦奈雪的茶, 公司系国内 TOP2 高端现制茶饮连锁龙头, 聚焦产品与“空间”。公司由赵林、彭心夫妇创立, 定位于高端现制茶饮, 主要面向年轻客群尤其年轻女性, 以“茶饮+软欧包”及特色冷泡茶等为产品特色, 注重茶饮产品与社交空间融合, 打造全天候的都市候客厅。公司 2015 年 11 月在深圳开设首店, 2017 年底开始全国扩张, 截至 2020 年 9 月 30 日, 奈雪的茶茶饮店数量达到 422 间, 包括覆盖中国大陆 61 个城市的 420 间奈雪的茶茶饮店, 以及分别位于香港特区及日本的各一间奈雪的茶茶饮店。公司系国内高端现制茶饮的重要领导者, 在国内高端现制茶饮中按收入计算市场份额达 17.7%, 排名第二(仅次于喜茶)。截至 2021 年 2 月初, 公司最新奈雪门店数达到 507 家, 会员数接近 3000 万。

图 77: 奈雪的茶国内城市门店布局(截至 2020 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 78: 国内现制茶饮市场地位分析(截至 2020 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

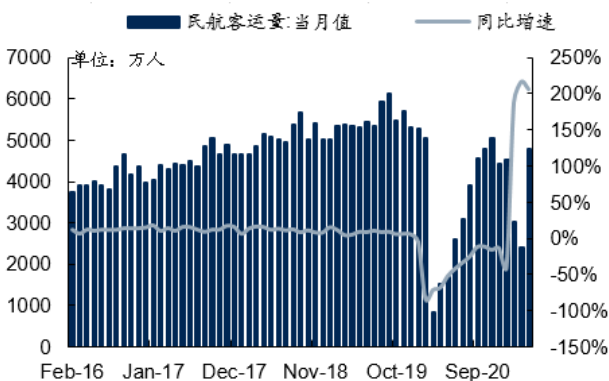
公司预计聚焦核心城市, 未来 3 年有望累计新开店 1000 家, 开店迅猛。根据招股书, 公司预计 2021 年及 2022 年在一线城市及新一线城市分别开设约 300 家及 350 家奈雪的茶茶饮店, 其中约 70% 将规划为奈雪 PRO 茶饮店, 同时, 公司预计 2023 年开店计划至少不低于 2022 年。未来伴随公司门店持续扩张以及 Pro 店模型持续优化, 其中长线成长值得期待。2021 年 2 月, 公司已递交赴港 IPO 资料, 未来或有望成为新式茶饮第一股, 较受市场关注, 我们将保持持续跟踪。

出境游: 海外疫情局势尚不明朗, 关注龙头公司业务转型

出境游行业: 海外疫情局势尚不明朗, 预计短期仍承压

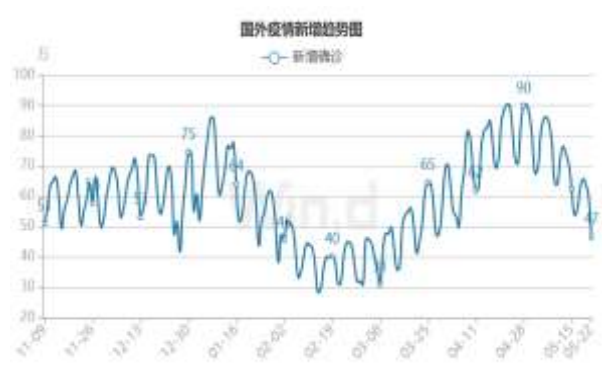
航空客运方面, 国际航线预计仍将承压。国际航线方面, 民航局运输司相关负责人表示, 目前国际航班仍主要实行“五个一”政策, 但阶段仍有疫情等因素影响。Wind 数据显示, 目前海外每日新增确诊病例 60 万+, 尽管疫苗已经面世, 但考虑普及注射尚需时日, 因此我们认为后续国际航线恢复情况仍待观察, 短期预计仍承压。

图 79: 2016 年以来民航客运量数据



资料来源: 民航局, 国信证券经济研究所整理

图 80: 国外疫情每日新增确诊仍处高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

出境游情绪短期仍处低谷, 仅澳门相对良好。港澳游方面, 3 月内地赴港游客仅为 4918 人次, 同比下滑 84%, 单月赴港人数连续 12 个月低于万人, 香港 5 月中推出“回港易”政策, 但近期国内疫情又有反复, 短期或会有扰动; 3 月赴澳游客为 68.8 万人, 同比增长 674%, 较 2019 年同期仍下滑 71% (1-2 月分别下滑 80%、85%), 20 年 9 月 23 日起澳门恢复办理内地居民赴澳门旅游签注, 故客流复苏优于香港, 未来建议关注入境政策动向。出国游方面全面承

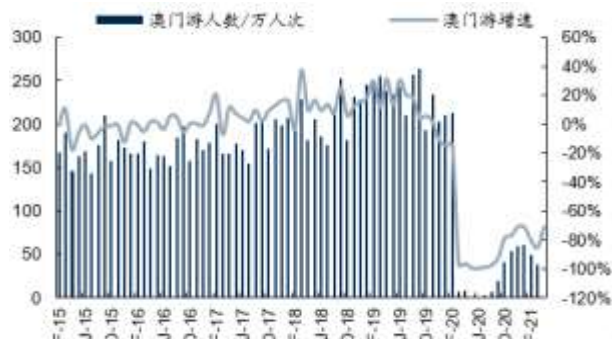
压，2021年3月赴日游客4000人，同比下滑62%，20年3月-21年2月跌幅均在97%-100%之间；21年3月中国赴泰游客为589人，同比下滑99%，在海外疫情爆发背景下，出国游预计仍将后承压。

图 81：3 月赴香港旅游人数同比减少 84%



资料来源：香港旅游发展局，国信证券经济研究所整理

图 82：3 月赴澳门旅游人数同比增长 674%



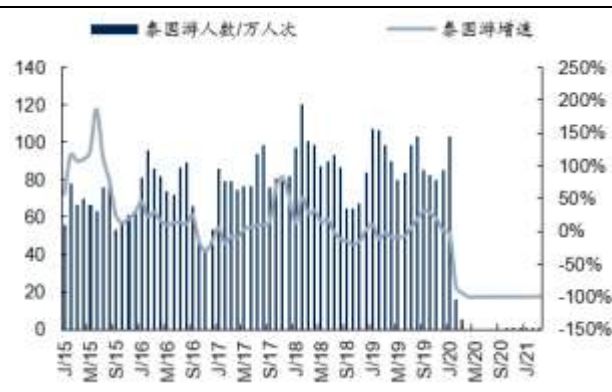
资料来源：澳门旅游发展局，国信证券经济研究所整理

图 83：3 月赴日旅游人数同比减少 62%



资料来源：日本国家旅游局，国信证券经济研究所整理

图 84：3 月赴泰旅游人数同比减少 99%



资料来源：泰国旅游体育部，国信证券经济研究所整理

各国入境政策概览：近期，欧美受变异新冠病毒影响，疫情形势仍然严峻，而亚洲部分地区疫情也出现了反弹。其中，**香港**第四波疫情已现缓和迹象，推出“回港易”政策，但短期国内疫情又有反复，需关注后续政策进展；**英国**从3月8日起逐步放松封锁限制。3月份亚洲多国疫情形势依然严峻，**日本**开始考虑多项强化针对入境旅客的疫情管控措施，包括禁止来自印度旅客入境等方案；**韩国**于3月12日宣布延长现行防控措施。虽然近期疫苗接种已在全球陆续落地开展，但考虑其全面普及仍需一定的时间，**考虑各地政策限制和海内外疫情情况差异，我们预计出境游全面恢复仍需时日，全球疫苗大规模投入接种以及旅游目的地防控态势根本性好转是关键。**

表 21: 截至 5 月中旬, 各国家或地区最新入境管制措施

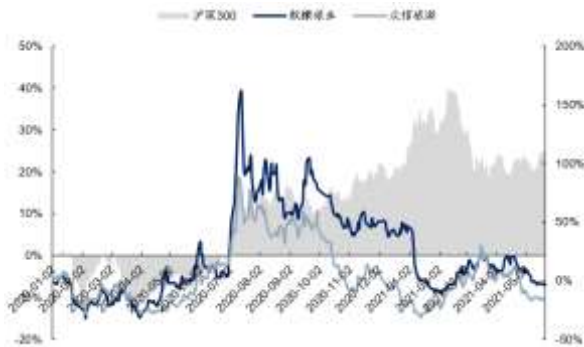
国家或地区	入境管制措施
香港	由 5 月 12 日起外地抵港人士包括香港居民, 如已完成接种新冠疫苗, 其强制检疫期予以调整; 由内地、澳门或台湾抵港而非使用「回港易」计划回港人士, 有关强制检疫期亦会缩短。
泰国	根据“旅行泡泡”计划入境泰国的人员可分为 3 个阶段: 第一阶段: 允许同意接受 14 天隔离的人员立即入境; 第二阶段: 自 7 月 1 日起, 允许同意使用控制措施进行观察的短期入境人员来泰。第三阶段: 8 月开始, 允许响应“旅行泡泡”计划, 且接受到“别墅隔离区”进行隔离的人员入境, 主要集中在曼谷、普吉、清迈、清莱等重要的旅游景区。
新加坡	从 5 月 7 日(本周五), 晚上 11 点 59 分起, 所有到过高风险国家或地区(截至 5 月 4 日, 除澳大利亚、文莱、中国大陆、新西兰、台湾、香港和澳门外, 都属于高风险)的旅客, 入境新加坡后, 都必须去酒店履行居家通知, 并且在酒店隔离的天数, 从目前的 14 天延长到 21 天。在 5 月 7 日晚上 11 点 59 分前, 还没完成 14 天居家通知的人, 必须另外履行多 7 天的居家通知。豁免国: 澳大利亚、文莱、中国大陆、新西兰、台湾、香港和澳门的旅客, 可以豁免延长居家通知。从斐济和越南入境的旅客, 如果过去 21 天没有到过其他国家或地区, 也需在酒店履行 21 天的隔离, 但能够选择在自己的住所履行最后 7 天的居家隔离。
日本	禁止外国人新入境的措施继续延长, 尚无明确解封日期
美国	当地时间 1 月 26 日起, 美国要求所有乘坐国际航班入境美国的旅客, 须在出发前 3 天内进行核酸检测并持阴性检测证明或新冠肺炎康复证明办理相关手续。
英国	当地时间 1 月 15 日起, 所有乘坐国际航班、船舶或列车入境英国的旅客, 须在出发前 72 小时内进行新冠肺炎核酸检测, 并持阴性检测证明办理相关手续。来自 33 个“红色名单”国家的旅客必须在酒店隔离 10 天, 该名单不包含中国。所有旅客在抵达英国后需进行两次新冠检测。除了“红色名单”列表中的旅客, 其余所有入境人士都必须在 10 天隔离期的第 2 天和第 8 天各进行一次检测。

资料来源: 各国驻华大使馆, 民航局, 移民局, 政府官网, 国信证券经济研究所整理

个股复盘: 静候出境游回暖, 关注龙头转型新业务布局

考虑全球疫情影响下出境游的行业普遍压力, 短期行业龙头凯撒旅业和众信旅游主业也相对承压, 短期我们关注其业务延伸。凯撒旅业: 公司前期发布再融资预案, 拟锁价发行引入宿迁涵邦、华夏人寿等战略投资者, 后续建议跟踪相关进展(调整概率较大)。考虑海外疫情态势, 预计阶段出境游仍承压, 故公司目前重点发力国内游与新零售领域, 如与三亚合作推出短途接驳服务, 推出新零售业态(觅 MI LOUNGE)等, 未来建议关注业务转型成效。众信旅游: 公司此前与中免集团、王府井免税签署战略合作协议, 计划以“旅游+购物”业务模式拓展旅游零售业务。同时, 公司积极参与海南自贸港建设, 深化海南市场布局。此外, 公司与阿里旅行合作, 共同出资设立合资公司, 致力于打造成熟旅游分销平台, 探索“新零售”下旅游门店品牌优化升级。

图 85: 2020 年以来凯撒旅业、众信旅游股价复盘



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 86: 众信旅游集团打造的爱乐活跨境免税大药房



资料来源: 众信旅游官微, 国信证券经济研究所整理

国内游兼景区板块: 行业渐进复苏, 周边休闲游恢复相对领先

国内游行业: 政策放宽行业渐进复苏, 关注民营景区龙头异地扩张龙头

政策放宽行业渐进复苏, 周边休闲游恢复相对领先。3 月中旬, 文旅部发布《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南(修订版)》, 通知表示旅游景区游客接待上限由各省(区、市)党委、政府根据当地疫情防控形势确定, 不搞“一刀切”。文旅部将景区限流主导权下放至各景区负责人, 限流政策松绑。从中国旅游研究院数据来看, 2021 年春节、清明、五一假期国内旅游人次分别为 2.56 亿、1.02 亿、2.30 亿, 恢复至 2019 年的 75%、95%及 103%, 游客人数已略超出疫情前, 但收入分别恢复至疫情前 59%、57%及 77%, 收入恢复速度慢于客流恢复节奏, 预计与出游结构、疫情后消费能力、景区促销等因素有关, 从目前

跟踪来看，4月以来全国团散客都呈现良好的复苏态势，但是我们依然认为满足散客休闲度假模式的景区未来更值得看好，且关注部分民营景区龙头的异地扩张进展。

具体看各景区恢复节奏，今年以来1-2月国内疫情仍有扰动，但3月以来国内游逐步复苏。具体来看，清明/五一/端午假期期间，黄山景区分别接待游客4.1/3.6/10.5万人次，清明、五一分别恢复至53%/75%；峨眉山景区分别接待游客8.8/4.5/12.11万人，清明节时已恢复至94%左右。综合我们节假日对重点景区的跟踪，伴随国内疫情逐步得到控制，出游情绪的恢复与景区优惠政策，有望助力客流环比不断回暖，其中周边游、休闲游等恢复相对较快，而跟团游等恢复仍相对滞后，长线游也仍处于恢复过程中。

表 22: 2021 年春节、清明、五一假期重点景区出游数据

	春节		清明		五一	
	接待人数	同比恢复	接待人数	同比恢复	接待人数	同比恢复
黄山	4.1		3.6	53.0%	10.5	74.8%
乌镇					32	估算恢复90%
杭州宋城	65.8	超过2019年同期			43	
上海宋城					17.9	
西湖风景区					211	67.3%
古北水镇					15	
长白山					4.2	75.3%
峨眉山	8.8		4.5	94-95%	12.11	
张家界天门山景区			2.9	47.8%	12.98	
张家界武陵源景区			2.7	57.8%	12.84	约90%
三亚南山	16.4			下降10-20%	6.4	120%+
华山					10.44	74.2%
漓江景区(含排筏)					3.8	

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;人数为万人次、收入为万元。

重点省市:今年以来持续复苏。如下表示,今年以来国内重点省市客流及收入基本处在平稳的回暖通道中,从春节、清明、五一三个节假日来看,北京市接待人数分别恢复至疫情前的81.7%、98.7%(景区)、98.4%,旅游收入分别恢复至疫情前51.9%、108.7%(重点景区,预计与整体口径有差异)、86.0%,1-2月疫情阶段影响,但整体恢复节奏依旧持续平稳;海南省春节及五一接待人数分别恢复至疫情前78.8%、143.0%,旅游收入分别恢复至疫情前的14.1%、173.3%,五一假期出境数据表现亮眼。整体来看,国内游仍然处于持续复苏进程中,部分区域表现相对突出。

表 23: 春节、清明、五一假期重点省市客流及旅游收入表现

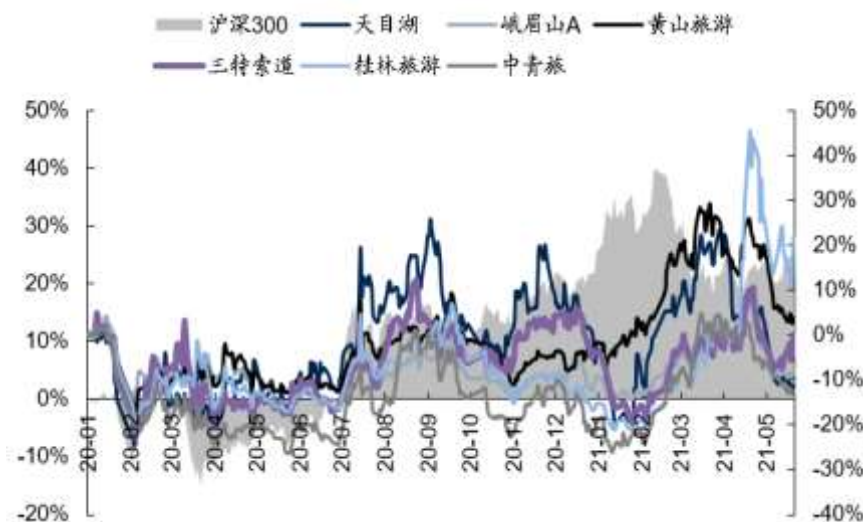
	春节				清明				五一			
	接待人数	同比恢复	旅游收入	同比恢复	接待人数	同比恢复	旅游收入	同比恢复	接待人数	同比恢复	旅游收入	同比恢复
四川	4365.87	52.9%	285.53	49.2%	1910.87	105.0%	107.76	108.1%	5658.34	104.7%	388.32	81.2%
江苏	3514.41		238.85		1721.8	95.7%	107.76	108.1%	3537.57	111.1%	301.13	112.0%
广东	3964.3	62.6%	204.8	41.4%	1721.8	95.7%	107.76	109.9%	4278.1	111.6%	265.2	113.7%
河南	3400.68	105.9%	147.59	81.9%	1566.33		75.77		5526.03	121.5%	293	101.8%
广西	2229.9	91.2%	140.87	94.6%	1046.29	92.4%		91.9%		118.2%		
安徽	2096.86	62.6%	130.71	59.8%					4427.67		201.71	91.7%
山西	1907.47	108.0%	112.14	142.7%	893.8	92.7%	46.72	略高	2351.49		125.15	
云南	1667	48.1%	108	44.7%	826.6	106.0%	56.9	93.0%	1783.8	119.7%	128.6	122.8%
上海	492.16	96.7%	56.65	85.6%	870.95	96.0%			1688.9			
甘肃	712	17.8%	45.3	57.3%	289		17.4		1690	102.4%	104.5	95.0%
北京	663.2	81.7%	42.5	51.9%					842.6	98.4%	93	86.0%
新疆	340.94	113.2%	25.91	71.7%	179.75		14.7		500.11	148.0%	43.11	180.8%
海南	458.84	78.8%	58.24	14.1%	123.79		16.61		295.31	143.0%	40.96	173.3%

资料来源:各省市旅游局、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。

A 股景区个股走势复盘。国信社服重点跟踪景区个股天目湖、三特索道、峨眉山 A、黄山旅游、中青旅、桂林旅游 2020 年初至 2021 年 5 月 23 日期间涨跌幅分别为-12%、0.24%、-8%、4%、-12%、22%。具体看, 2020 年 1-2 月, 随着国内疫情爆发、全国居家隔离政策下, 板块整体回调。但 3 月以来, 随着疫情防控形势稳固、复工复产预期下, 景区板块迎来上涨, 但 2021 年 2 月以来市场风格切换板块回调。21 年 3 月以来, 清明等节假日客流恢复节奏向好, 叠加五一假期预期, 板块受到资金追捧, 但随后受收入恢复节奏略低于预期影响又有回调, 未来核心关注行业复苏节奏以及龙头异地扩张步伐。

图 87: 国内景区个股涨跌幅复盘



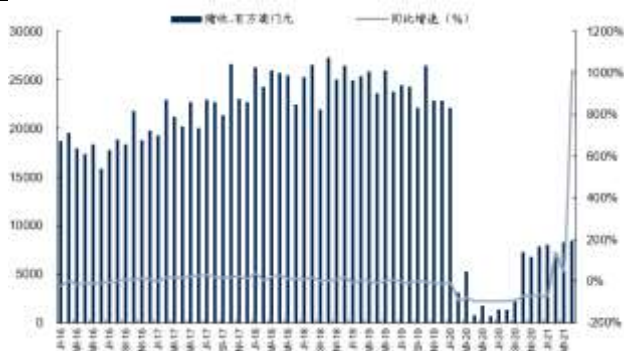
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

博彩: 疫情后澳门赌收稳步复苏, 关注境外疫情防控及出游政策

澳门赌收稳步回暖, 关注出行政策变动。根据澳门博彩监察协调局数据, 2021 年 4 月, 澳门博彩毛收入为 84.01 亿澳门元, 同比上升 1014%, 但较 2019 年 3 月仍下滑 64%; 1-4 月博彩累计毛收入为 320.43 亿元, 同比增长 2.60%, 较 2019 年同期下滑 68%。自 20 年 9 月 23 日恢复办理内地居民赴澳门旅游签注以来, 澳门博彩赌收有所改善, 但仍需跟踪游客意愿及各地各单位等实际出行限制, 预计澳门博彩短期继续处于低景气度复苏通道。

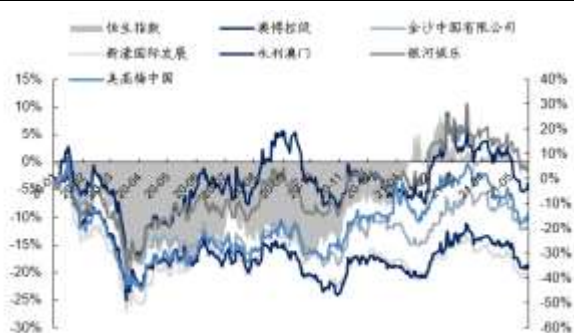
疫情冲击下，博彩龙头股价也从1月中旬开始承压，进入下行通道，直到4月国内疫情得到初步控制，行业复苏预期下股价开始恢复性增长，自2020年至今，新濠国际发展、澳博控股、美高梅中国及银河娱乐股价分别-37%、-2%、-14%、5%，同期恒生指数-0.3%。预计未来随着疫情持续好转和澳门入境政策的进一步放松，博彩经营的回暖有望带动股价平稳回升。

图 88: 2021 年以来澳门赌收稳步复苏



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图 89: 博彩龙头 2020 年以来股价表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中期策略：从终局思维到聚焦业绩逐季验证

投资建议：下半年择优配置业绩确定性高的优质龙头

总体而言，经历了 2020 年疫情考验，2021 年行业复苏节奏及龙头业绩确定性成为关键。行业复苏层面，今年 1-2 月疫情仍扰动，3 月后逐步复苏，清明、五一国内游人数基本恢复，但收入全面恢复仍需时日。板块方面，21Q1 收入、扣非业绩恢复至 19Q1 85%、82%（中免较 19Q1 收入+32%、扣非+78%系核心支撑）。

板块复盘：春节前板块上涨 27%（依然龙头行情），表现靓丽；但春节后因流动性收紧的担忧，加之估值预期相对不低，板块明显调整；直至 3 月中旬后板块进入盘整震荡期，1-4 月累计上涨 11%。个股层面，1-4 月板块低估值个股或主题投资型个股阶段表现相对突出，而重点公司层面则 α 与 β 行情交织，反复切换。

子行业层面，2020 年疫情加速行业分化与龙头分化，行业成长、格局与模式变化对龙头成长影响深远。一是酒店、餐饮等行业出清下龙头有望加速集中；二是政策利好或疫情下的特殊因素带来行业发展全新机遇，如免税、职教等行业以及线上业务等；三是疫情后消费行为的部分调整也倒逼龙头转型布局谋成长。此外，部分行业如教育等政策监管的变化也影响行业龙头未来成长。

免税：消费回流及政策利好下迎历史性新机遇，虽竞争对手略增加，但中免已跻身全球免税 NO.1，线上线下及供应链布局深化有望加速成长。演艺：行业迎来逐步复苏，关注龙头新项目扩张和新模式成长。酒店：一看复苏节奏，二看展店加速，三看效能提升， α 逻辑日益凸显。餐饮疫后加速扩张与龙头集中，关注同店恢复及第二增长曲线孵化。茶饮：高端现制茶饮增速领衔，头部品牌势能初显；国内游、博彩看复苏，出境游仍承压。职业教育招录扰动短期业绩，关注后续各赛道复苏及拓展。K12 培训关注监管细则落地；人力资源中灵活用工有望迎新机遇。

维持板块“超配”评级。2021Q1 财报受 1-2 月疫情影响有所抑制，但整体自 2020Q2 以来同比处于逐季复苏上行通道。目前不管是 α 逻辑还是 β 逻辑行情均已有所表现。市场对 2021 年重点公司业绩预测整体处于审慎乐观水平，因此季度性经营趋势以及业绩验证对下一步个股行情方向非常重要。从行情复盘可以看到，由于终局思维带来的优质龙头估值系统性提升（2020 年对业绩容忍度较高），但 2021 年逐渐进入相关龙头业绩和格局的验证期，因此部分龙头公司 Q1 财报和 4 月以来的经营趋势的向下苗头已造成股价剧烈波动；而那些财报表现优异的个股则股价整体依然强势。五一长假数据显示人气恢复良好但依然存在结构性分化，疫情带来的消费行为模式影响预计将持续存在，但量化对业绩的影响依然需要紧密跟踪。下半年综合 Q1 业绩表现和各赛道景气度趋势跟踪判断，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、科锐国际、中公教育、首旅酒店、广州酒家、天目湖、中青旅、三特索道、九毛九、华住集团-S、百胜中国-S、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、华住集团-S、首旅酒店、九毛九、海底捞、百胜中国-S、呷哺呷哺等龙头。

风险提示

宏观经济、重大自然灾害，传染疫情及地缘政治波动等系统性风险

上市公司新项目进展可能低于预期

政策利好可能低于预期或政策相对可能不利于上市公司发展

市场竞争加剧导致龙头表现可能低于预期
公司治理风险或国企改革可能低于预期
民企股东减持风险及资金风险
并购商誉风险或长期股权投资减值风险
汇率大幅贬值风险。

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 21-05-23	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	318.00	3.14	5.36	6.91	101.12	59.36	46.00	31.22
300144	宋城演艺	买入	18.14	-0.67	0.36	0.63	-27.07	51.10	28.94	4.93
600754	锦江酒店	买入	58.20	0.10	1.04	1.60	566.15	55.95	36.29	4.70
6862.HK	海底捞	增持	37.94	0.06	0.87	1.16	650.72	43.45	32.65	18.93
1179.HK	华住集团-S	增持	365.30	-6.76	5.25	8.69	-54.07	69.56	42.02	14.15
9987.HK	百胜中国-S	增持	417.07	12.06	14.28	15.18	34.57	29.20	27.48	50.96
0520.HK	呷哺呷哺	增持	8.28	0.01	0.50	0.67	561.92	16.50	12.35	3.77
600258	首旅酒店	买入	25.33	-0.50	0.72	1.06	-50.44	35.14	23.83	2.80
300662	科锐国际	增持	63.74	1.02	1.34	1.69	62.64	47.56	37.71	13.53
603043	广州酒家	买入	38.09	1.15	1.44	1.75	33.16	26.39	21.80	7.03
603136	天目湖	增持	23.10	0.43	1.11	1.30	53.96	20.75	17.77	3.29
002159	三特索道	买入	12.45	0.40	0.16	0.43	31.09	76.12	29.04	2.07
600138	中青旅	买入	11.17	-0.32	0.60	0.87	-34.85	18.63	12.77	1.23
000888	峨眉山A	增持	6.07	-0.07	0.36	0.41	-82.01	16.83	14.74	1.26
600054	黄山旅游	增持	9.48	-0.06	0.32	0.48	-149.12	29.49	19.90	1.59
000796	凯撒旅业	买入	8.87	-0.12	0.22	0.27	-74.97	40.01	32.52	2.98
002707	众信旅游	增持	5.37	-1.56	0.04	0.13	-3.45	128.07	42.69	2.16
002621	美吉姆	增持	5.78	-0.03	0.28	0.36	-199.09	20.68	16.03	3.55
000978	桂林旅游	增持	6.51	-0.74	0.14	0.28	-8.81	46.89	23.21	1.47
002033	丽江股份	增持	6.11	0.08	0.37	0.43	76.30	16.54	14.35	1.31
9922.HK	九毛九	增持	25.60	0.09	0.32	0.49	300.01	78.82	52.77	0.00
002607	中公教育	买入	25.11	0.37	0.48	0.65	67.22	51.90	38.74	45.13
000526	学大教育	增持	30.50	0.37	0.48	0.69	81.63	63.01	44.34	36.22
300010	豆神教育	买入	6.17	-2.96	0.05	0.49	-2.09	136.81	12.51	1.60
300192	科德教育	增持	11.79	0.38	0.57	0.69	30.72	20.60	17.17	4.29

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