

# Q3 板块经营承压，期待疫后业绩高弹性修复

## —消费者服务 2021Q3 业绩综述

消费者服务板块业绩综述

2021年11月05日

### 报告摘要：

#### ● 板块业绩综述：多地疫情影响导致总体收入和利润承压

按照中信消费者服务行业分类，目前52家公司2021年三季报已披露完毕，2021Q1-3合计实现营业收入1216.94亿元/+28.57%，较2019年同期-10.55%；归母净利润共计88.53亿元/+117.73%，较2019年同期-31.00%。单拆2021Q3板块完成营收416.73亿元/-4.79%，较2019Q3-18.85%；实现归母净利润31.15亿元/-43.04%，较2019Q3-39.62%，可以看出Q3板块整体恢复速度有明显下滑。

#### ● 按中信消费者服务行业分类下的52家社服标的统计：

①营收增速：人服>出境游>休闲景区>餐饮>酒店>自然景区>免税>职教；②归母净利润增速：酒店>人服>免税>出境游>餐饮>休闲景区>自然景区>职教。人服业绩高增主要系灵活用工维持高景气叠加市场回暖带动招聘需求增长所致；免税业绩增速下滑主要系客流量下滑、成本相对刚性、促销力度加大所致。

#### ● 免税板块：10月客流明显好转，行业格局保持不变

2021Q3实现营收174.05亿元/-12.27%，扣非归母净利润29.53亿元/+24.20%，毛利率6.9pct至31.47%，销售/管理费用率分别为-5.04%/4.68%，同比-21.11pct/+1.70pct。海南离岛免税销售额8月因客流量减少显著下滑，10月客流量明显复苏将推动销售额回升。中国中免Q3毛利率暂时下降。行业波动主要受宏观因素影响，行业竞争格局未遭破坏。

#### ● 人服板块：灵活用工维持高景气，整体业绩持续高增长

疫情期间灵活用工宣传力度加大、企业降低人力成本对抗疫情冲击，两方面因素叠加使得企业对灵活用工接受度短期内加快，中国大陆灵活用工业务于2021Q3保持良好增长，看好行业需求红利持续释放及龙头市占率继续提升。科锐国际2021Q3实现营收20.23亿元/+107.29%，归母净利润0.85亿元/+41.93%，看好公司数字化升级降本提效、探索拓展新业务范围。

#### ● 酒店板块：疫情致经营承压，龙头拓店步伐稳健

2021Q3单季度酒店板块完成营收56.25亿元/-0.19%，实现归母净利润约-0.21亿元/+69.44%（2020Q3归母净利亏损2.98亿元），受南京疫情扩散影响，经营显著承压。面对疫情，龙头拓店步伐稳健，Q3锦江/首旅分别开店485/325家。

#### ● 投资建议

Q3板块因局部疫情频发经营承压，随着疫苗普及、零星疫情得到控制，国内消费形势向好发展，板块公司业绩预期将迎来复苏，看好板块内长期基本面良好、经营韧性强、抗周期属性明显的优质标的业绩高弹性修复，继续推荐中国中免、科锐国际、锦江酒店、首旅酒店，建议关注宋城演艺、天目湖、王府井等，板块整体维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济波动风险；疫情反复影响风险；行业竞争加剧风险；新项目/新产品落地不及预期风险；食品安全风险；重大教学事故风险。

### 盈利预测与财务指标

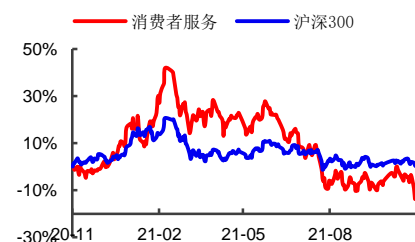
代码	重点公司	现价 11月4日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300662	科锐国际	62.10	1.03	1.22	1.62	60.29	50.90	38.33	推荐
601888	中国中免	233.66	3.14	5.98	7.65	74.41	39.07	30.54	推荐
300144	宋城演艺	13.25	-0.67	0.17	0.41	-19.78	77.94	32.32	推荐
603136	天目湖	14.47	0.47	0.32	0.64	30.79	45.22	22.61	推荐
600754	锦江酒店	52.51	0.12	0.26	1.43	437.58	201.96	36.72	推荐
600258	首旅酒店	22.91	-0.51	0.21	1.04	-44.92	109.10	22.03	推荐

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

### 推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：021-80508866

邮箱：xinzexi@mszq.com

### 研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

### 相关研究

## 目录

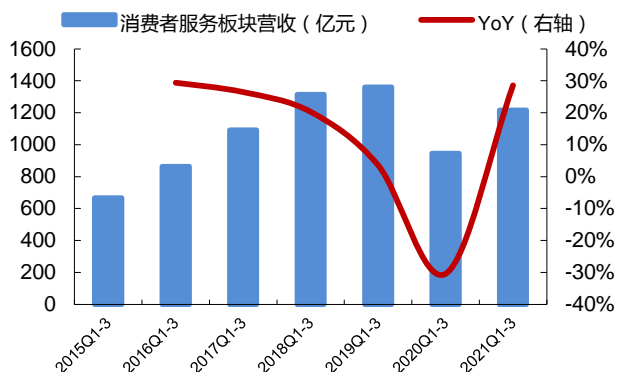
<b>1</b>	<b>社会服务行业 2021 年三季报业绩与持仓分析.....</b>	<b>3</b>
1.1.	业绩分析：疫情影响致总体收入和利润承压.....	3
1.2.	持仓分析：总体仍维持超配，板块重仓市值下滑.....	5
<b>2</b>	<b>细分子板块：人服抗周期属性凸显，餐饮、免税利润修复优于收入，疫情反复下景区、酒店板块承压.....</b>	<b>8</b>
2.1.	免税：三季度疫情致客流下滑，行业龙头盈利能力受影响有限.....	8
2.2.	职教：疫情高基数叠+招录形式变化，职教行业较惨淡，四季度有望恢复.....	9
2.3.	人服：灵活用工维持高景气，整体业绩持续高增长.....	10
2.4.	酒店：疫情致经营指标承压，龙头拓店步伐稳健.....	11
2.5.	餐饮：三季度增速环比下滑，“疫情修复+集中度提升”行业基本面长期向好.....	14
2.6.	景区：Q3 疫情打乱暑期游节奏，预计 Q4 仍处于艰难修复期.....	16
<b>3</b>	<b>投资建议.....</b>	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>风险提示.....</b>	<b>21</b>

# 1 社会服务行业 2021 年三季报业绩与持仓分析

## 1.1. 业绩分析：疫情影响致总体收入和利润承压

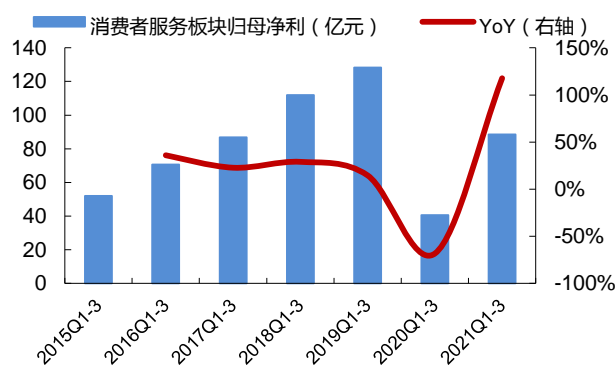
按照中信消费者服务行业分类，目前 52 家公司 2021 年三季报已披露完毕，2021Q1-3 合计实现营收 1216.94 亿元/YoY+28.57%，较 2019 年同期下降 10.55%；归母净利润共计 88.53 亿元/YoY+117.73%，较 2019 年同期下降 31.00%；环比来看，2021H1 板块营收和归母净利润较去年同期+57.26%和+508.51%，可以看出 Q3 板块整体恢复速度有明显下滑。

图1：2021Q1-3 消费者服务板块整体营收 1216.94 亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2021Q1-3 消费者服务板块归母净利润 88.53 亿元

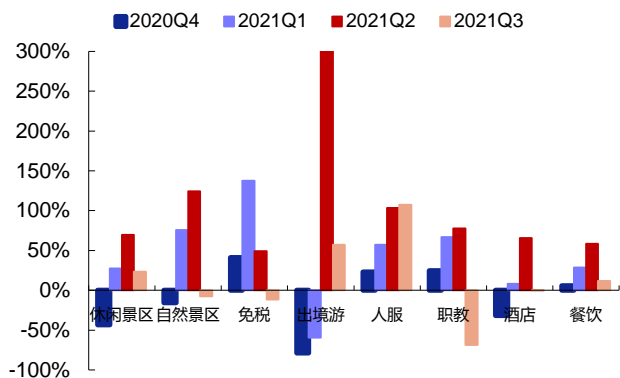


资料来源：Wind，民生证券研究院

按照中信消费者服务行业分类：**1) 收入端**：2020Q1-3 完成营收 1216.94 亿元/YoY+28.57%，较 2019 年同期下降 10.55%；2021Q3 完成营收 416.73 亿元/YoY-4.79%，与 Q2 同比+55.97% 相比出现明显承压，较 2019Q3 下降 18.85%。三季度国内江苏、湖南等多省市出现疫情反复、河南郑州发生洪灾后也有零星疫情出现，全国各地旅行政策再次收紧，对板块内公司经营带来较大压力，此外出境游板块仍受到海外疫情持续影响，需持续关注海外疫情动态。

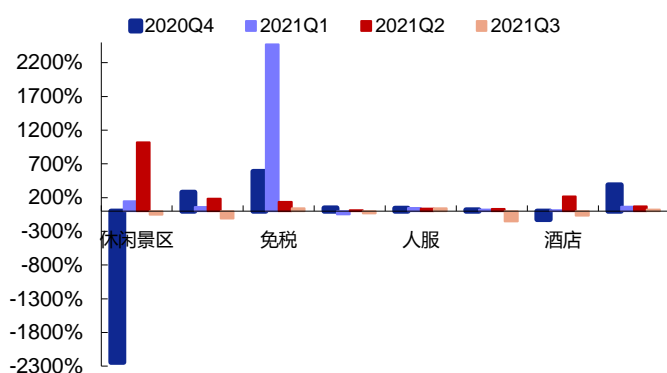
**2) 归母净利端**：2021Q1-3 归母净利润为 88.53 亿元/YoY+117.73%，较 2019 年同期下降 31.00%；其中 Q3 实现归母净利 31.15 亿元/YoY-43.04%，与 Q2 同比+1310.24% 相比转为负增长，较 2019Q3 下滑 32.49%，主要系 Q3 国内多地疫情反复导致餐饮、酒店、旅游、免税等行业需求再度受创，收入降低而成本相对刚性。

图3: 2020Q4-2021Q3 各子版块单季营收增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

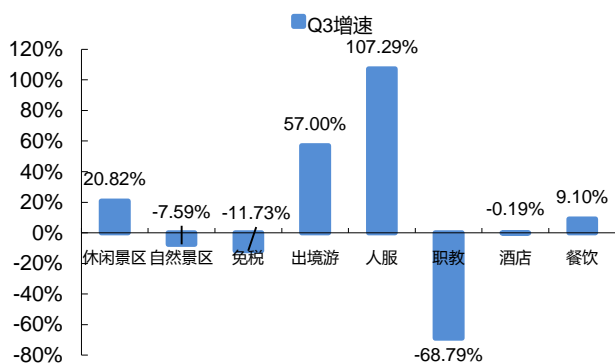
图4: 2020Q4-2021Q3 各子版块单季归母净利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

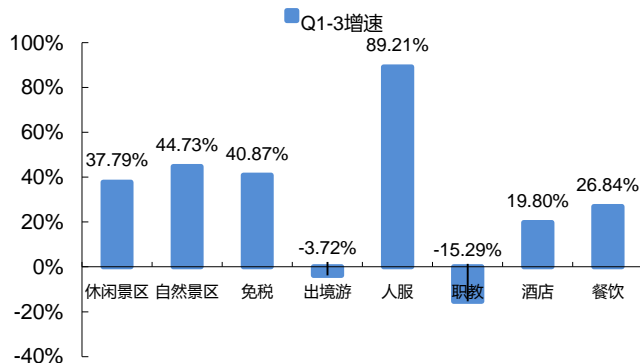
3) 穿透各子板块看增速: ①营收增速: 人服>出境游>休闲景区>餐饮>酒店>自然景区>免税>职教; ②归母净利润增速: 酒店>人服>免税>出境游>餐饮>休闲景区>自然景区>职教, 人服业绩高增速主要系灵活用工维持高景气叠加市场回暖带动招聘需求增长所致; 景区业绩增速转负主要系 Q3 多地疫情反复、旅行限制收紧导致客流骤降所致; 免税业绩增速下滑主要系客流量下滑、成本费用相对刚性、促销力度加大所致; 职教业绩转亏主要系省考提前、事业单位、教师招录减少所致。基于行业的增速判断, 各板块的行业景气程度如下: 人服>酒店>餐饮>休闲景区>免税>职教>出境游>自然景区。

图5: 2021Q3 各子板块营收增速



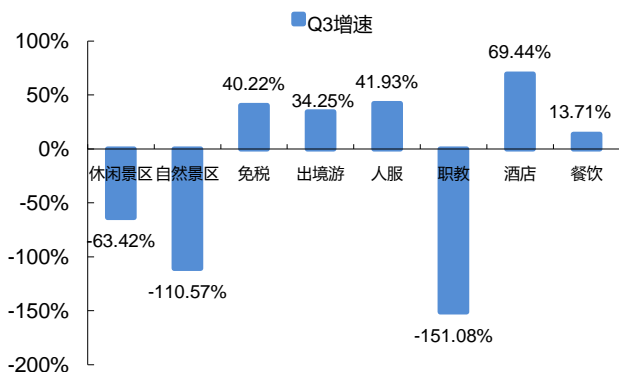
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 2021Q1-3 各子板块营收增速



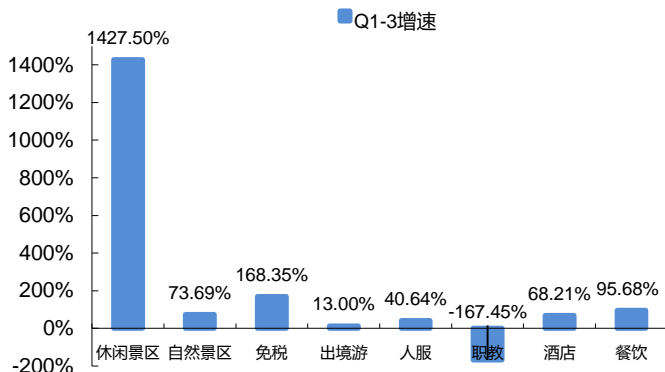
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2021Q3 各子板块归母净利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

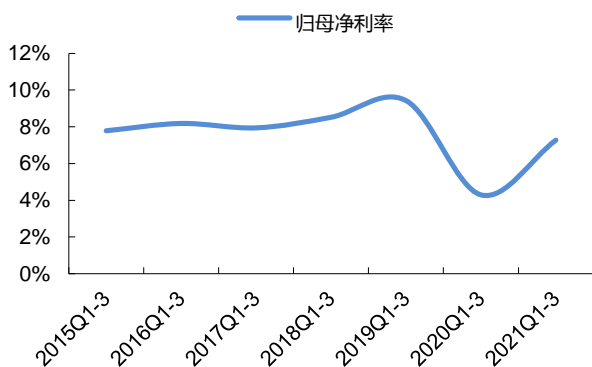
图8: 2021Q1-3 各子板块归母净利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

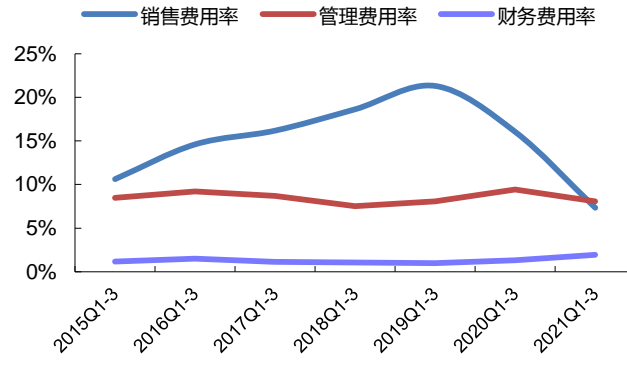
部分地区疫情再起, 景区、酒店等板块三季度经营业绩受拖累。2021Q1-3 整体归母净利润率同比上升 2.98pct 至 7.27%, 较 2021H1 的 7.17% 上升 0.10pct; 2021Q3 整体归母净利率同比下滑 5.02pct 至 7.48%, 主要系职教、自然景区、酒店板块整体归母净利率为负所致; 整体期间费用率同比下降 9.43pct 至 17.37%, 主要系局部疫情导致部分公司停业销售及管理费用缩减较多所致。

图9: 2021Q1-3 消费者服务板块归母净利率为 7.27%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 2021Q1-3 消费者服务板块期间费用率为 17.37%

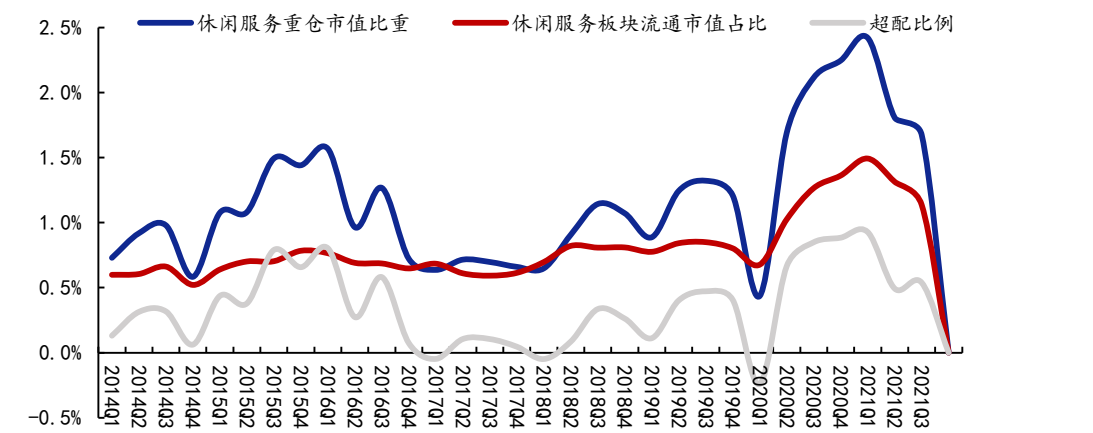


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 1.2. 持仓分析: 总体仍维持超配, 板块重仓市值下滑

基于申万休闲服务行业分类(不含职教板块), 2021Q3 共 13 家上市公司获得了机构重仓, 重仓基金达 734 家/环比-124 家, 总仓持股总市值达 591.76 亿元/环比-9.31%, 休闲服务行业基金重仓持股市值占基金总重仓持股市值比重为 1.67%/环比-0.14pct, 相对休闲服务行业上市公司流通市值占比超配比例达 0.54pct, 总体仍维持超配。

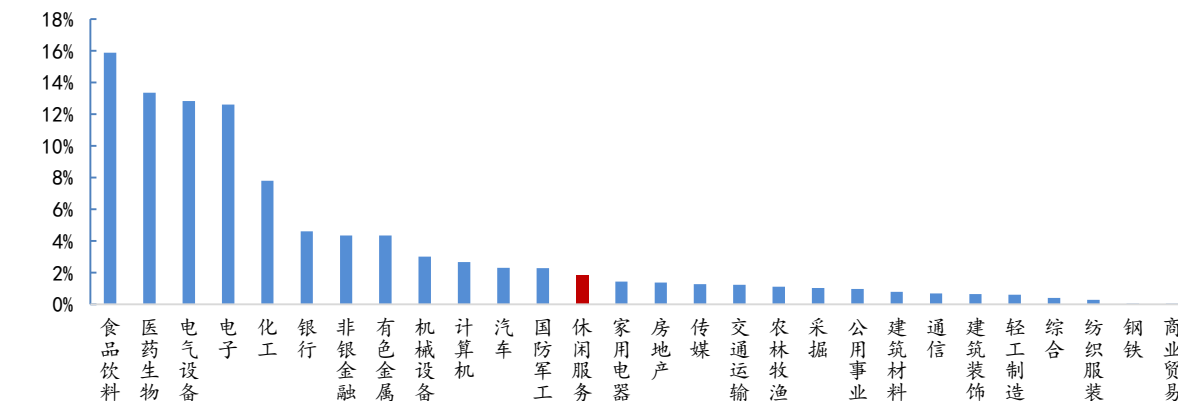
图11: 内地公募配置社会服务板块概览



资料来源: Wind, 民生证券研究院

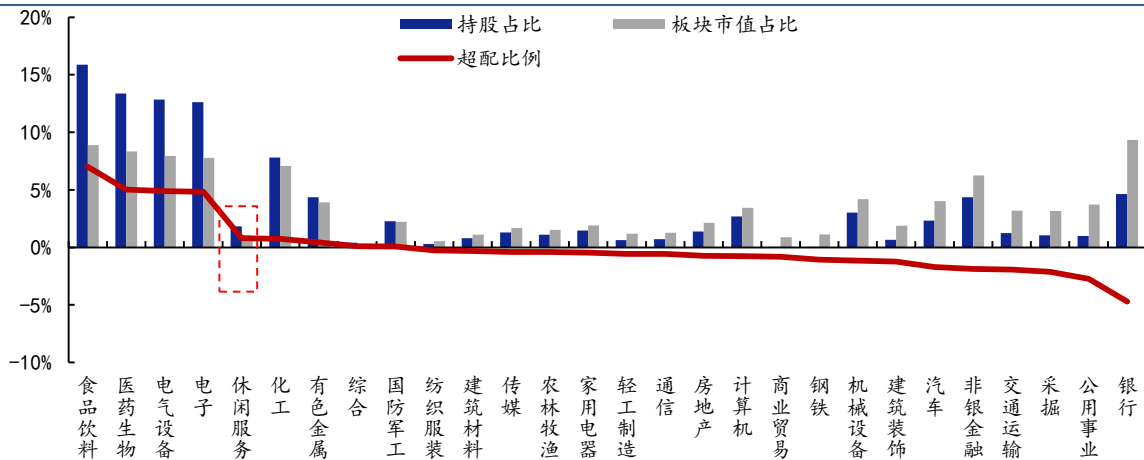
从行业对比的视角来看, 休闲服务行业重仓持股市值占比在申万 28 个一级行业中排名第 13, 超配比例排名第 5。整体上看, A 股基金重仓超配行业高度集中, 食品饮料/医药生物/电气设备/电子超配比例居于前 4 位, 与其他行业明显拉开差距, 休闲服务行业为申万 28 个一级行业中 5 个基金重仓超配的行业之一。

图12: 申万 28 个一级行业重仓持股市值占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 申万 28 个一级行业超配比例排序



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从基金重仓持股的核心标的来看, 中国中免/锦江酒店/宋城演艺/首旅酒店/科锐国际为五大机构核心重仓股, 2021Q3 重仓持股总股数分别环比-0.7%/+5.5%/+163.3%/+92.9%/+91.8%, 重仓持股总市值分别环比-14.0%/-14.1%/+120.7%/+76.2%/+62.2%; 宋城演艺/首旅酒店/科锐国际获得基金重仓青睐。主要受到疫情反复冲击, 免税/酒店/景区/演艺等业态经营均受到不同程度冲击, 2021Q3 总体股价承压明显。

图14: 内地公募基金重仓社会服务行业公司情况

	代码	名称	重仓基金数量		重仓持股数量		重仓持股总市值		股票涨跌幅	
			当期数量(个)	季度变动(个)	本期(万股)	季度增幅	本期(亿元)	季度增幅	2021Q3季度	年初至今
公募重仓持股市值前十大个股	601888.SH	中国中免	584	-141	18342	-0.7%	476.90	-14.0%	-13.84%	-7.6%
	600754.SH	锦江酒店	45	-6	12236	5.5%	55.61	-14.1%	-18.40%	-11.7%
	300144.SZ	宋城演艺	34	8	18685	163.3%	26.31	120.7%	-15.79%	-20.3%
	600258.SH	首旅酒店	34	8	7812	92.9%	17.02	76.2%	-9.51%	2.7%
	300662.SZ	科锐国际	13	1	2201	91.8%	11.28	62.2%	-14.16%	-4.6%
	002159.SZ	三特索道	6	0	1195	-2.7%	1.30	-3.2%	1.02%	-8.6%
	600138.SH	中青旅	5	-1	2768	1.5%	2.76	-3.7%	-5.94%	-2.8%
	600054.SH	黄山旅游	2	0	398	492.4%	0.36	450.2%	-6.92%	1.8%
	603136.SH	天目湖	2	-1	25	-84.6%	0.04	-84.2%	0.77%	-1.8%
	605108.SH	同庆楼	2	1	24		0.04		-4.85%	2.2%

资料来源: Wind, 民生证券研究院



## 2 细分子板块：人服抗周期属性凸显；餐饮、免税利润修复优于收入；疫情反复下，景区、酒店板块承压

### 2.1. 免税：三季度疫情致客流下滑，行业龙头盈利能力受影响有限

**行业整体跟踪：**2021 年前三季度实现营收 601.79 亿元/+35.40%，扣非归母净利润 9.00 亿元/+117.16%；2021Q3 实现营收 174.05 亿元/-12.27%，扣非归母净利润 29.53 亿元/+24.20%，毛利率-6.9pct 至 31.47%，销售费用率-21.11pct 至-5.04%，管理费用率+1.70pct 至 4.68%。分标的看：

**王府井：业绩变化不及预期，免税业务进展顺利。**2021 前三季度实现营收 70.09 亿元/+24.45%，归母净利润 5.89 亿元/+177.69%，扣非归母净利 5.61 亿元/+154.33%，经营净现金流 14.37 亿元（20 年同期为 2.50 亿元），三季度公司净新增门店 1 家，总门店数达 59 家；2021Q3 实现营收 23.22 亿元/+5.21%，归母净利润 1.08 亿元/-47.66%，扣非归母净利 1.03 亿元/-47.44%；Q3 净利润下滑主要系疫情复发、投资收益下降、新租赁准则综合所致。拆分来看，公司四大核心业态百货、奥特莱斯、购物中心、超市今年以来收入恢复态势较好，营收同比增长 14.10%/37.34%/33.13%/16.98%。公司本身核心业态恢复良好，免税项目框架铺设进展顺利，并于 10 月 28 日通过换股合并首商股份。四季度业绩仍将在一定程度受疫情影响，但合并首商股份有助于公司稳固市场份额，免税项目完全落地后将成公司新核心盈利点，未来业绩增长有望。

**中国中免：所得税优惠及首都机场租金返还落地，积极应对疫情冲击、确保龙头地位稳固。**2021 前三季度营收 494.99 亿元/+40.87%，归母净利 84.91 亿元/+168.35%，扣非归母净利 83.88 亿元/+180.37%。经营性现金流净额 31.23 亿元；2021Q3 实现营收 139.73 亿元/-11.73%，归母净利 31.32 亿元/+40.22%，扣非归母净利 31.24 亿元/+41.11%，营收的下滑主要系三季度疫情复发客流量降低所致。公司经由有关部门界定为离岛免税销售业务鼓励类产业，旗下海南地区 6 家子公司享受 15% 所得税优惠汇率，且获得首都机场的部分经营费返还，两者对公司三季度利润贡献达 18.8 亿元，如除去所得税及资金返还，经营产生净利润约 12.52 亿元，略低于市场预期。公司三季度国内防疫形式较为严峻，在需求端受到一定程度压制，或通过打折促销等营销手段以毛利率下滑的方式稳定军心，行业龙头地位稳固。未来将凭借本身经营优势、深化布局及未来政策落地红利继续保持高增长。



表1: 免税行业上市公司 2021Q3 业绩指标

公司	2021Q3 营收 (亿元)	同比增速	增速同比变动 (pct)	2021Q3 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变动 (pct)	单季度毛利率	毛利率同比变动 (pct)	期间费用率	期间费用率同比变动 (pct)	扣非净利率	扣非净利率同比变动 (pct)
中国中免	139.7	-11.7%	-52.6	31.2	41.1%	-100.2	31.3%	38.9	-5.7%	-23.8	22.4%	8.4
*ST 基础	11.1	-38.5%	2.1	-2.7	777.6%	888.8	22.4%	34.8	19.4%	-21.9	-24.6%	-22.8
王府井	23.2	5.2%	68.3	1.0	-47.4%	-43.7	37.0%	37.6	26.4%	3.9	4.4%	-4.4

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

## 2.2. 职教: 疫情高基数叠加招录形式变化, 职教行业较惨淡, 四季度有望恢复

**行业整体跟踪:** 2021 年前三季度行业营收/扣非归母净利润分别录得-8.89%/-170.84%负增长; 2021Q3 职业教育行业实现营收 22.78 亿元, 同比下降 59.14%, 归母净利润-8.31 亿元, 同比下降 152.87%, 扣非归母净利润同比下降 159.94%; 行业毛利率-19.69pct 至 43.32%, 销售费用率+18.73pct 至 34.18%, 管理费用率+17.01pct 至 26.97%, 财务费用率+3.02% 至 6.06%; 数据的不乐观除昂立教育、开元教育表现并不出彩的原因外, 主要受行业龙头中公教育影响, 从 2021 年前三季度来看, 其在行业营收中占比高达 71.48%。

**中公教育: Q3 收入人数均承压, 期待四季度业绩修复。** 2021 前三季度实现营收 63.01 亿元/-15.29%, 归母净利润 0.89 亿元/-167.45%; 2021Q3 实现营收 14.45 亿元/-68.79%, 扣非归母净利润-7.98 亿元/-155.20%; 其在业绩上的下滑是多因素影响的结果: (1) 2020 年疫情导致公司主营业务公务员省考推迟, 营收多确认在三季度形成高基数, 2020Q3 营收 46.31 亿元/+83.65%; (2) 今年以来公务员省考招录人数下滑、教师考试招录人数下滑且报考条件提升、事业单位公告较为分散、其他考试在三季度因疫情复发多有推迟及取消, 使公司各项主营业务均受阻碍。(3) 公司房租成本增高、办公场所能耗及新增设施花费增高、新 ERP 及新排课系统等业务信息管理系统投入使用致使期间费用提升。在今年考试推迟, 明年考试预计提前的大环境下, 预计四季度及明年一季度备考人数将显著上升, 公司业绩将迎来修复。

表2: 职业教育行业上市公司 2021Q3 业绩指标

公司	2021 Q3 营业收入 (亿元)		同比增速	2021Q3 扣非归母净利润 (亿元)		同比增速 (pct)	单季度毛利率	毛利率变动 (pct)	期间费用率	期间费用率变动 (pct)	扣非净利率	扣非净利率变动 (pct)
	营业收入	同比增速		扣非归母净利润	扣非归母净利润							
中公教育	14.45	-68.79%	-	-7.98	-155.20%	-402.64	37.47%	-27.56	93.18%	63.02	-55.22%	-86.45
昂立教育	4.32	-21.99%	-2.14	-0.35	-482.31%	-403.35	40.22%	0.67	46.16%	7.37	-8.06%	-9.70
开元教育	2.86	-4.62%	19.67	-0.51	195.16%	531.53	63.31%	-7.71	82.38%	5.47	-17.87%	-12.10
行动教育	1.14	26.68%		0.22			78.78%	2.73	54.59%	3.81	19.61%	

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

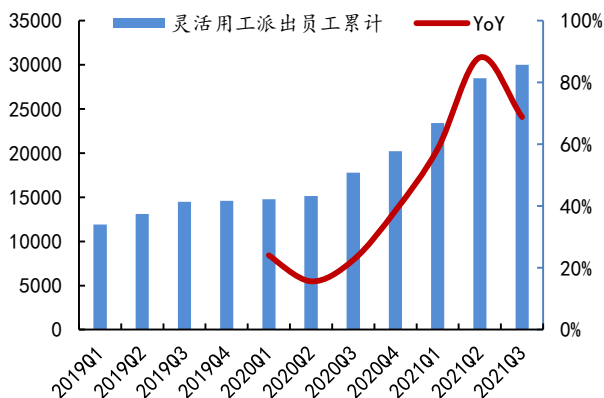
### 2.3. 人服: 灵活用工维持高景气, 整体业绩持续高增长

**行业整体跟踪: 中国大陆灵活用工业务于 2021Q3 保持良好增长, 看好行业需求红利持续释放及龙头市占率继续提升。** 疫情期间灵活用工宣传力度加大、企业降低人力成本对抗疫情冲击, 两方面因素叠加使得企业对灵活用工接受度短期内加快, 中长期来看由于国内灵活用工渗透率整体较低, 民企、国企和事业单位等需求逐渐释放为行业打开长期成长空间, 龙头企业依靠自身资源和规模优势建立护城河, 并且通过加大研发投入打造数字化平台, 对内降本提效+对外拓展服务能力, 推动市占率和盈利能力双重提升。

**科锐国际: 灵工持续高增, 盈利能力环比改善。** 业绩简述: **1) 2020Q1-Q3:** 实现营收 51.80 亿元/YoY+89.21%, 归母净利润 1.88 亿元/YoY+40.64%; 扣非归母净利润 1.67 亿元/YoY+54.7%。**2) 2021Q3:** 实现营收 20.23 亿元/YoY+107.29%, 归母净利润 0.85 亿元/YoY+41.93%; 扣非归母净利润 0.81 亿元/YoY+50.60%。**3) 现金流:** 前三季度经营活动现金流净额为-3.12 亿元/YoY-322.87%, 主要系公司年内业务高增带动经营现金流需求增加; 公司持续关注与提升精细化运营与管理, 国内经营性现金流本季度单季转正。

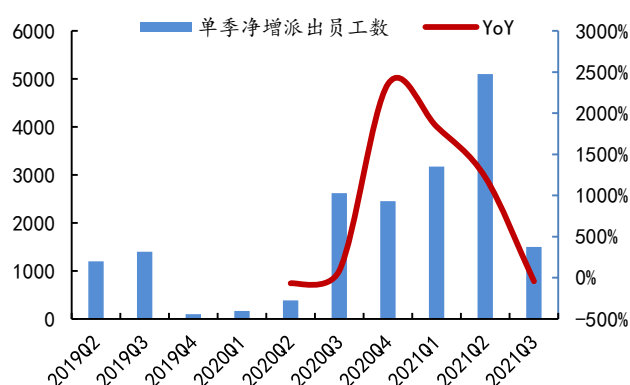
拆分业务来看: **1) 灵活用工:** 截至 2021Q3, 公司在册外包员工 30000 余人, 以 30000 人计, 前三季度净增 12230 人/YoY+68.80%, 环比净增 1500 人。Q3 单季净增外包约 72300 人/YoY+56.83%, 持续维持高增。**2) 中高端人才访寻:** 前三季度公司通过猎头、PRO、灵活用工业务累计共为客户推荐岗位超过 27500 余人/+91.64%; Q3 单季度净增中高端岗位推荐人数达 9700 人/YoY+151.95%, 业务高端化成效显著。**3) 平台化业务:** 截至 2021Q3, 公司垂直招聘及产业互联平台业务协同服务客户 20000 余家, 平台月活 (MAU) 由 13 万增长到 16 万, 其中禾蛙和即派盒子产业互联平台聚合行业伙伴达 5700 余家, 半年净增约 1596 家, 平台入驻顾问达 45000 余个, 半年净增 17500 余个, 维持高速增长。

图15: 科锐国际单季灵活用工派出人数累计维持高增



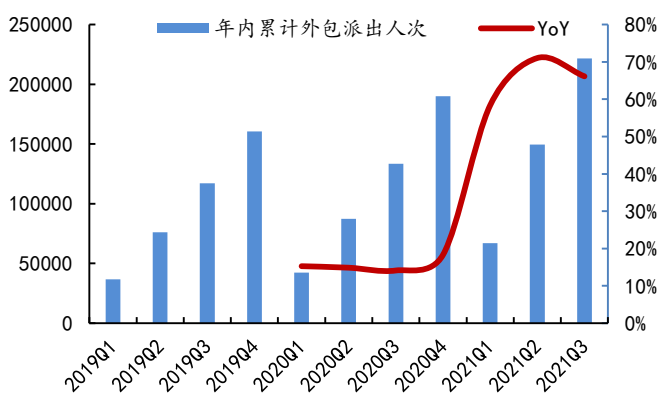
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 科锐国际单季灵活用工派出人数增速有所下滑



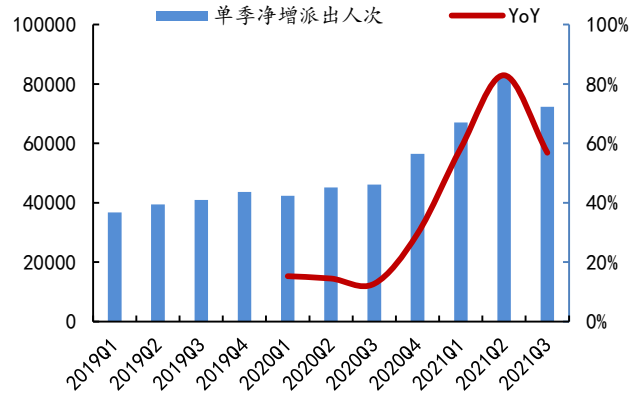
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 科锐国际年内累计外包派出人次维持高增



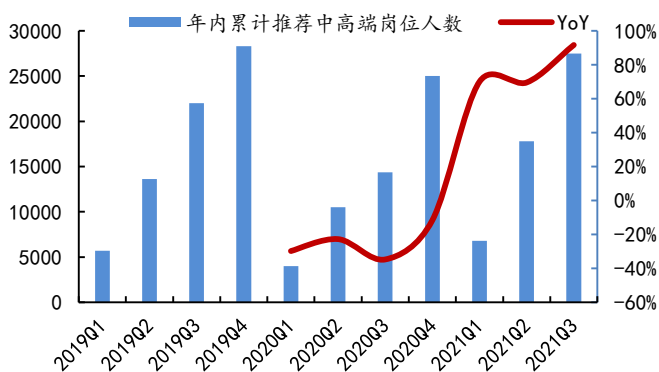
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2021Q3 单季科锐国际外包派出人次有所下滑



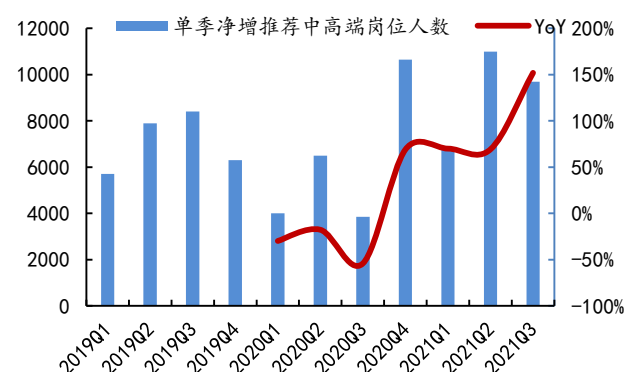
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 科锐国际年内累计推荐中高端岗位人数加速增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 2021Q3 单季科锐推荐中高端岗位人数加速增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.4. 酒店: 疫情致经营承压, 龙头拓店步伐稳健

**行业整体跟踪：德尔塔疫情打断行业复苏，经营指标修复进程受阻，龙头拓店势头不减。**

**1) 旺季遇冷，多省市疫情再起：**根据 STR 资讯，7 月前三周酒店业恢复势头良好，Occ 恢复至 2019 年同期水平，但 7 月 20 日起南京的疫情传播到多省市，旅行限制收紧、居民出行意愿再次遇冷，Occ 跌落至 2019 年同期约六成，到了 8 月内地市场整体 Occ 为 39.7%/YoY-39.0pct，其中三亚市酒店 Occ 仅为 23.1%/YoY-57.5pct；9 月行业开始艰难爬坡回升，Occ 环比增长约 14.0pct 至 53.0%，从而拉动 RevPAR 环比增长约 40.0%。**2) 整体经营情况：**2021Q1-3 中信消费者服务行业中酒店板块实现营收 157.07 亿元/YoY+19.80%，归母净利润约为-2.98 亿元/YoY+68.21%（2020Q1-3 归母净利亏损 6.29 亿元，跌幅收窄），期间费用率约为 30.45%/YoY-9.96pct；2021Q3 单季度酒店板块完成营收 56.25 亿元/YoY-0.19%，实现归母净利润约-0.21 亿元/YoY+69.44%（2020Q3 归母净利亏损 2.98 亿元），期间费用率约为 32.70%/YoY-43.09pct。**3) 基本面保持向好：**9 月酒店经营业绩修复、国庆假期数据向好、门店持续扩张三足鼎立，看好 Q4 和 2021 全年国内酒店经营继续修复及龙头加速展店扩张市场份额。**①短期看，**本次疫情后酒店供给端历史性出清，随着需求复苏，行业供需环境明显改善，龙头公司将在后疫情时代加速扩张，进入周期景气阶段量价齐升的高速增长期；**②中长期看，**头部公司发力中高端品牌，依靠 ADR 提升拉动 RevPAR 增长，直营占比较高的公司业绩弹性强，加盟占比高的公司轻资产运营抗风险能力提高。

**锦江酒店：疫情导致境内经营承压，境外复苏势头显著，盈利能力有所改善。1) 2021Q3：**公司实现营收 30.9 亿元/YoY+6.0%（较 2019 年同期-25.4%），归母净利润 0.9 亿元/YoY+491.5%（较 2019 年同期-69.8%），扣非后归母净利润 0.9 亿元/较上年同期增加 1.1 亿元（较 2019 年同期-80.0%）。**2) 2021Q1-3：**公司实现营收 83.5 亿元/YoY+19.2%，归母净利润 1.0 亿元，扣非归母净利润-0.5 亿元，比上年同期增加 3.6 亿元。

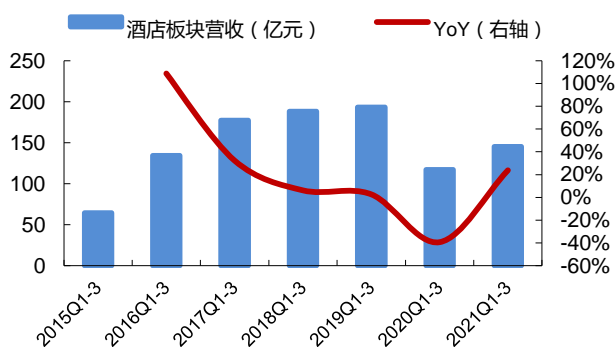
**从结构上看，卢浮大幅减亏：1) 分板块：**酒店 Q3 实现营收 30.3 亿元/YoY+6.1%（较 2019 年同期-25.6%），食品餐饮 0.6 亿元/YoY-0.5%（较 2019 年同期-14.3%）。**2) 分区域：**酒店业务境内 Q3 实现营收 22.4 亿元/YoY-0.5%（较 2019 年同期-24.3%），占比 74.1%；境外收入 7.8 亿元（较 2019 年同期-29.2%），占比 25.9%。**3) 分项目：**Q3 酒店收入中前期加盟服务收入 2.1 亿元/YoY+26.1%；持续加盟及劳务派遣服务收入 7.8 亿元/YoY+10.2%。**4) 子公司：**Q3 卢浮/铂涛/维也纳/锦江系分别实现营收 7.7/8.4/8.9/5.3 亿元，同比+39%/+2%/+4%/-1%；分别实现归母净利润-0.41/0.92/1.21/-0.08 亿元，亏损降低明显。

**经营数据：1) 境内：**2021Q3 RevPAR 为 139.2 元/YoY-3.8%（较 2019 年同期-17.7%）；ADR 为 217.4 元/YoY+10.8%（较 2019 年同期+0.9%），OCC 为 64.0%/YoY-9.7pct（较 2019 年同期-14.5pct）。**2) 境外：**2021Q3 全口径 RevPAR 为 32.2 欧元/YoY+31.1%（较 2019 年同期-20.2%），ADR 为 57.3 欧元/YoY+4.0%（较 2019 年同期-1.2%），OCC 为 56.2%/YoY+11.6pct（较 2019 年同期-13.4pct）。**3) 开店：**2021Q3 门店净开业 370 家（开业 485 家）其中经济型/中高端分别净开业 53/317 家，直营/加盟分别净开业 1/369 家，门店结构持续升级。**4) 盈利能力：**2021Q3 公司毛利率为 37%/YoY+3.3pct，环比+11.6pct，扣非归母净利润率当前已达 2.9%，为 2019Q4 以来新高，盈利能力改善明显。

**开店:** 门店稳步扩张, 2021Q3 门店净开 370 家(开 485 家/退出 59 家/开业转筹建 56 家); 其中经济型/中高端分别净开 53/317 家, 直营/加盟分别净开 1/369 家, 门店结构持续升级。中高端品牌中维也纳(国际/智好/酒店/三好)/麗枫/喆啡/希岸/欢朋/锦江都城分别净开店 132/45/29/32/15/4 家; 经济型品牌锦江之星净关 12 家, 白玉兰/七天净开 22/27 家。截至 2021Q3, 公司门店数/客房数分别合计 1.02 万家/98.9 万间, 其中中端门店 5185 家/占比 50.86% (环比+1.31pct), 加盟门店 9279 家/占比 91.02% (环比+0.33pct)。

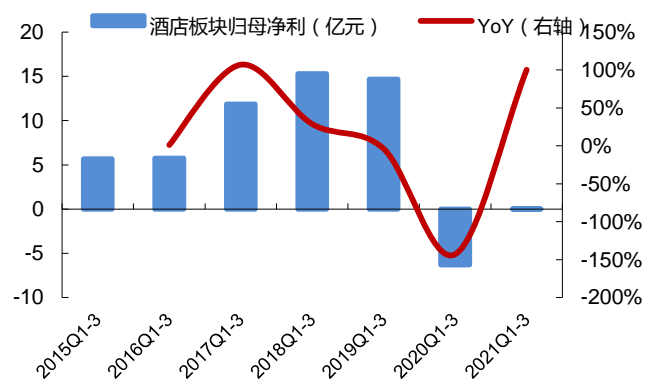
**首旅酒店: 受疫情影响业绩承压, 开店持续放量。** 业绩简述: **1) 2021Q3:** 公司实现营收 15.8 亿元/YoY-5.4%, 归母净利润 0.6 亿元/YoY-57.3%, 扣非归母净利润 0.4 万元/YoY-66.7%。**2) 2021Q1-3:** 公司经营活动产生的净现金流量为 18.0 亿元/YoY+939.2%, 其中 21Q3 经营活动产生的净现金流量为 7.0 亿/YoY+64.5%。**3) 经营指标变化:** ①**同店:** 2021Q3 同店 RevPAR 同比-3.6%, 较 19 年同期-31.9%, 其中经济型/中高端/轻加盟同比分别-2.2%/-4.8%/-7.0%, 较 19 年同期分别-31.6%/-33.0%/-26.8%; ②**全口径:** 2021Q3 全部门店 RevPAR 同比-0.6%, 较 19 年同期-29.3%; 其中经济型/中高端/轻加盟同比分别+1.8%/-3.9%/-12.1%, 较 19 年同期分别-28.5%/-35.0%/-35.4%。③**盈利能力:** 由于成本刚性下收入端受疫情影响承压, 公司盈利能力环比下降明显, 毛利率为 28.4%/同比+0.5pct/环比-10.3pct。扣非归母净利润率为 2.7%/同比-5.1pct/环比-10.0pct。公司成立安诺酒店管理公司进军高端酒店领域以及会员权益升级等举措未来将为公司的成长打开长期成长空间。④**开店:** 净开 223 家(开 325 家/关 102 家), 轻管理门店放量, 储备门店新高。21Q3 公司经济型门店净关 23 家(开 40 家/关 63 家), 占比进一步下降至 32.9% (环比-2.6%), 中高端净开 52 家(开 70 家/关 18 家), 中高端占比维持在 24.1%; 轻管理门店放量, 加速进军下沉市场, 净开 186 家(开 206 家/关 20 家), 轻管理占比提高至 23.2% (环比+2.6%)。储备门店 Q3 新增 239 家, 总数达 1838 家/+69.56%, 达历史新高, 后续有望不断释放开店; Q3 季报披露年内新开店目标为 1400 家。

图21: 酒店板块 2015-2021 前三季度营收及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

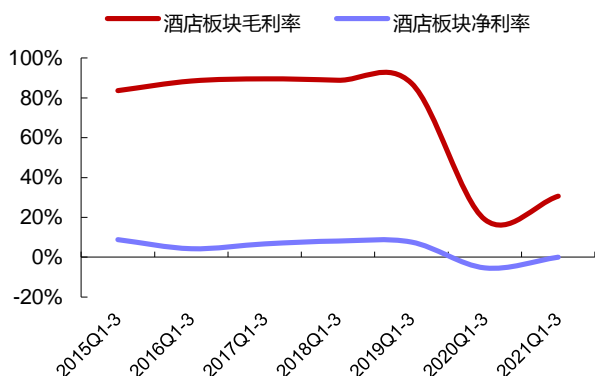
图22: 酒店板块 2015-2021 前三季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

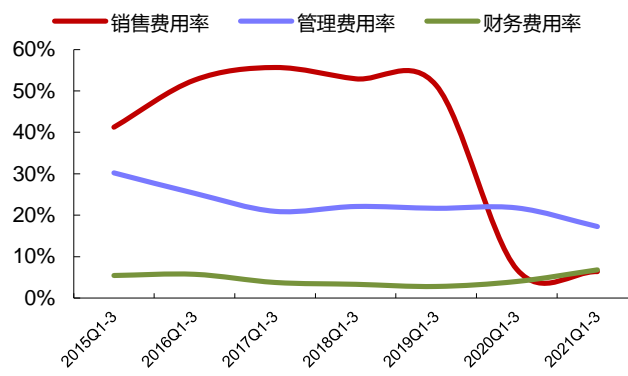


图23: 酒店板块 2015-2021 前三季度利润率



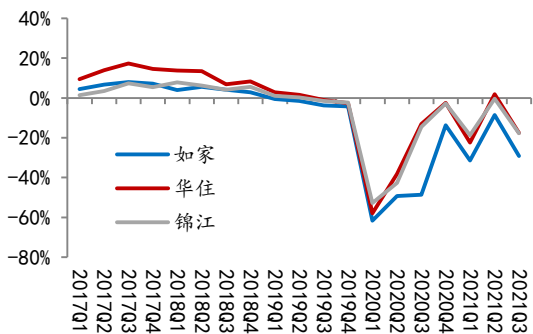
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 酒店板块 2015-2021 前三季度费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

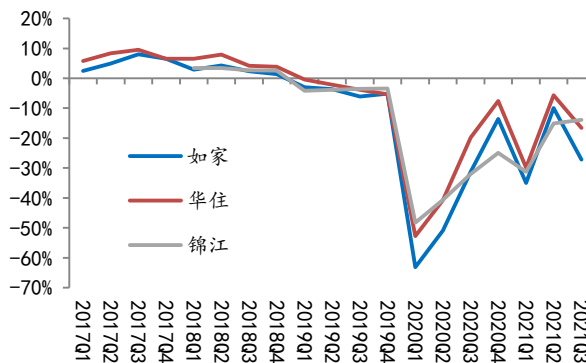
图25: 锦江/华住/首旅如家全部门店 RevPAR 同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 2021 年后仍为较 19 年同比

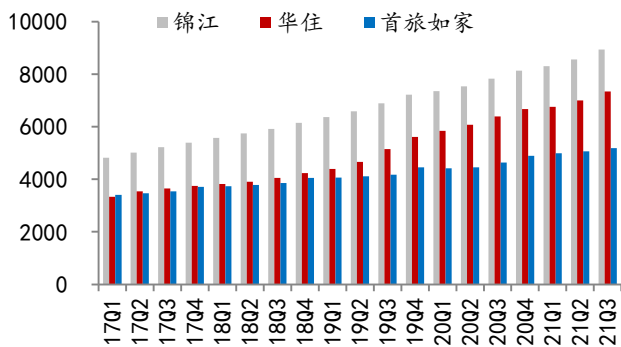
图26: 锦江/华住/首旅如家同店 RevPAR 同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

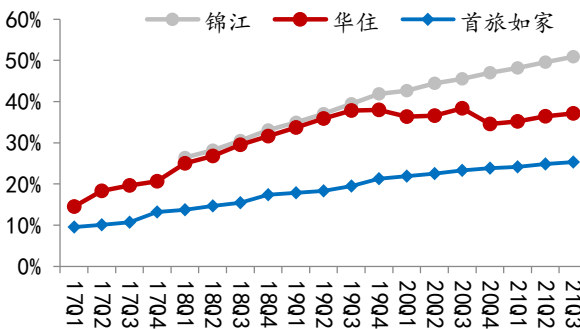
注: 2021 年后仍为较 19 年同比, 锦江同店为年初至对应季度末, 非单季

图27: 锦江/华住/首旅如家门店数量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: 锦江/华住/首旅如家中高端占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.5. 餐饮: 三季度增速环比下滑, “疫情修复+集中度提升”行业基本面长期向好

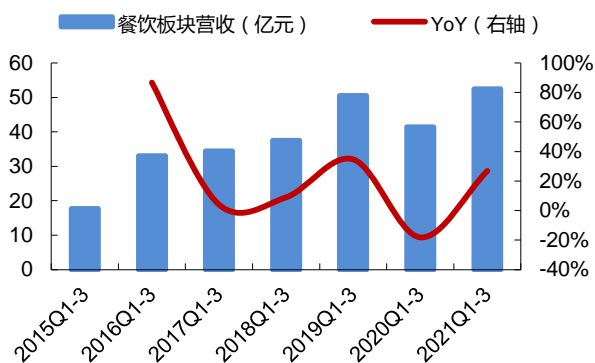


**行业整体跟踪：餐饮行业修复进程亦因疫情放缓，整体来看利润修复优于收入。**板块整体经营情况：**1) 2021Q1-3：**餐饮板块整体营收为 52.48 亿元/YoY+26.84%，实现归母净利润 3.55 亿元/YoY+95.68%，期间费用率约为 19.00%/YoY-7.73pct；**2) 2021Q3：**单季度餐饮板块整体营收为 24.89 亿元/YoY+9.10%，完成归母净利润 3.51 亿元/YoY+13.71%。可以看出三季度餐饮业同样受局部疫情影响增速放缓，但受益于消费升级和经济内循环，客单价上升使得归母净利润增速持续优于收入增速，前三季度餐饮板块整体归母净利率为 6.77%/YoY+2.38pct。

**广州酒家：疫情拖累月饼销售增速，产能与渠道扩张支撑未来成长。**业绩简述：**1) 2021Q1-3：**前三季度公司实现营收 30.16 亿元/YoY+17.69%，较 2019 年同期增长 25.41%；归母净利润约为 4.44 亿元/YoY+23.41%，较 2019 年同期增长 36.52%；扣非归母净利约为 4.31 亿元/YoY+19.78%。**2) 2021Q3：**公司营收约为 17.84 亿元/YoY+10.15%，较 2019 年同期增长 22.44%；实现归母净利润 4.06 亿元/YoY+16.68%，较 2019 年同期增长 55.82%。

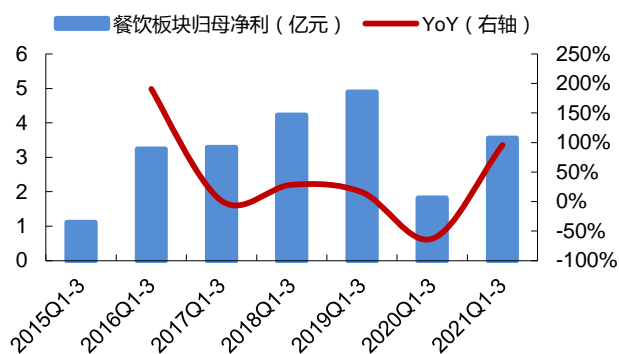
公司 2021Q3 月饼/速冻食品/其他食品/餐饮业务分别实现营收 12.50/2.07/1.16/2.01 亿，同比增速分别为+2.1%/+16.4%/-8.6%/+36.7%，其中月饼收入受去年同期高基数影响增速趋缓，速冻业务增幅明显主要系梅州一期产能释放，其他食品同比增速转负主要系疫情影响饼酥和西点类消费减少所致，餐饮收入高增主要受陶陶居并表影响。

图29： 餐饮板块 2015-2021 前三季度营收及增速



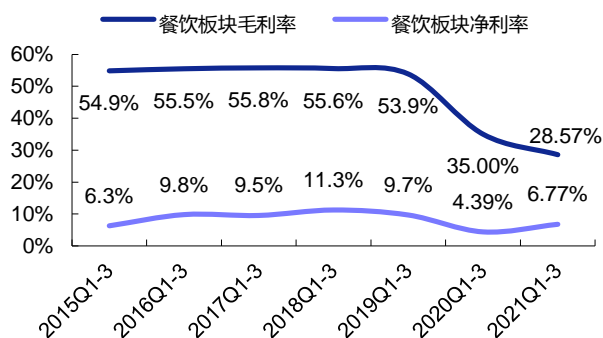
资料来源：Wind，民生证券研究院

图30： 餐饮板块 2015-2021 前三季度归母净利及增速



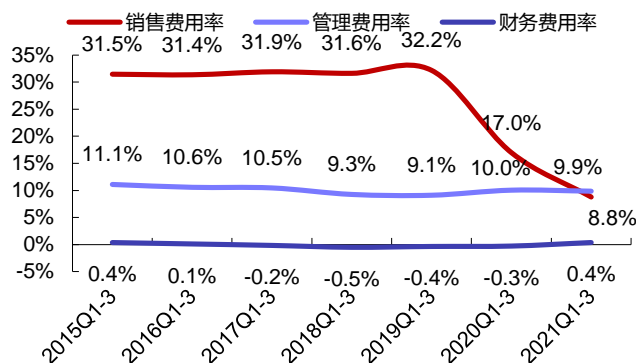
资料来源：Wind，民生证券研究院

图31: 餐饮板块 2015-2021 前三季度利润率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32: 餐饮板块 2015-2021 前三季度费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.6. 景区: Q3 疫情打乱暑期游节奏, 预计 Q4 仍处于艰难修复期

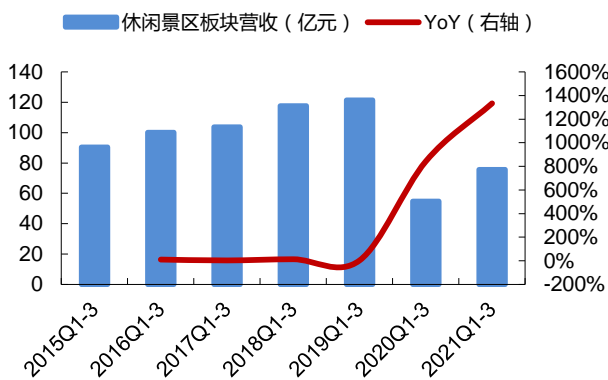
### 2.6.1. 休闲景区: 板块整体利润同比下降, 静待疫情修复客流增长推动业绩回暖

**行业整体跟踪: 1) 2021Q1-3:** 整体营收为 75.64 亿元/YoY+13.33%, 实现归母净利润 5.14 亿元/YoY+1427.50%, 期间费用率约为 18.05%/YoY-8.68pct。2) **2021Q3:** 三季度完成营收 30.82 亿元/YoY+20.82%, 实现归母净利润 0.59 亿元/YoY-61.42%。三季度板块收入高速增长主要系中青旅旗下的整合营销业务收入增长以及政府补助收入所致, 剔除该因素中青旅旅游景区业务以及板块整体营收同样负增长。三季度本来应为暑期出游旺季, 但受到新一轮疫情影响旅游业再度遇冷, 客流量同比减少, 行业前期投入大量宣传资源导致业绩受挫。

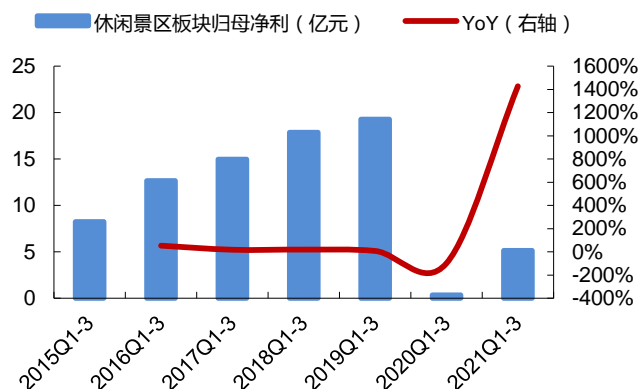
**宋城演艺: Q3 业绩承压, 长期基本面保持向好。业绩简述: 1) 2021Q1-3:** 公司前三季度实现营收 10.16 亿元/YoY+64.20%, 较 2019 年同期-53.94%; 归母净利润约为 4.33 亿元/YoY+223.38%, 较 2019 年同期-65.91%。2) **2021Q3:** 三季度公司营收为 2.81 亿元/YoY-16.24%, 较 2019 年同期-64.36%; 实现归母净利润 0.54 亿元/YoY-42.29%, 恢复至 2019 年同期的 11.18%。8 月公司旗下除杭州和上海外的项目均处于闭园状态, 经营承压。随着疫情得到缓解, 公司业务于 9 月后逐渐复苏; 国庆节期间各大千古情等主秀演出 229 场, 较 2019 年同期恢复超 80%; 营业收入约 1 亿元, 较 2019 年同期恢复 75%, 其中源自散客的收入已基本恢复至 2019 年同期水平。其中, 杭州宋城 7 天共接待游客近 30 万人次, 较 2019 年同期接待游客人次增长 15%, 收入增长 10%; 桂林千古情持续收入较 2019 年同期增长 40%, 展现出较强的经营韧性。

**天目湖: Q3 业绩承压明显, 四季度经营有望回暖。业绩简述: 1) 2021Q1-3:** 前三季度公司实现营收 3.18 亿元/YoY+41.90%, 恢复至 2019 年同期 82.11%; 归母净利润约为 0.44 亿元/YoY+58.20%, 较 2019 年同期下滑 61.80%。2) **2021Q3:** 单三季度公司营收约为 0.90 亿元/YoY-26.69%, 较 2019Q3 下降 45.92%; Q3 归母净利润为 113.93 万元/YoY-97.03%, 较 2019Q3 下跌 98.14%。受到暑期江苏地区疫情反复的干扰, 公司 Q3 业绩较去年同期降幅明显。三季度公司毛利率约为 36.06%/-26.04pct, 较 2019Q3 下滑 37.67pct; 归母净利率同比下降 29.83pct 至 1.26%, 较 2019Q3 降低 29.83pct。公司水世界乐园项目主要在暑期开放, 受疫情拖累今年对公司业绩贡献低于预期。随着江苏疫情基本解除, 公司经营快速回暖, 据统计国庆期间天目湖旅游度假

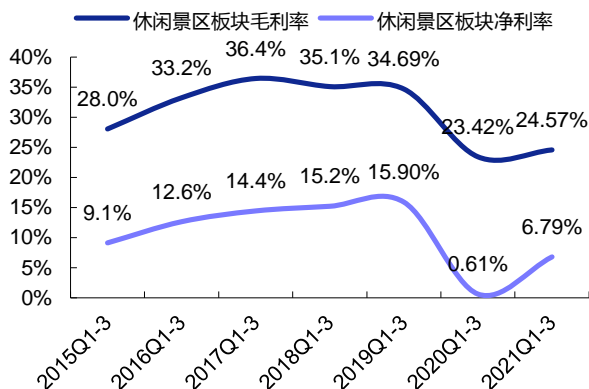
区的景区、酒店宾馆、民宿、乡村旅游区（点）共接待游客 46.97 万人次，较 2019 年同期增长 1.49%，实现旅游营业收入 7511.87 万元，较 2019 年同期增长 5.18%，本轮疫情后业绩的快速修复彰显出公司较好的韧性。

**图33: 休闲景区板块 2015-2021 前三季度营收及增速**


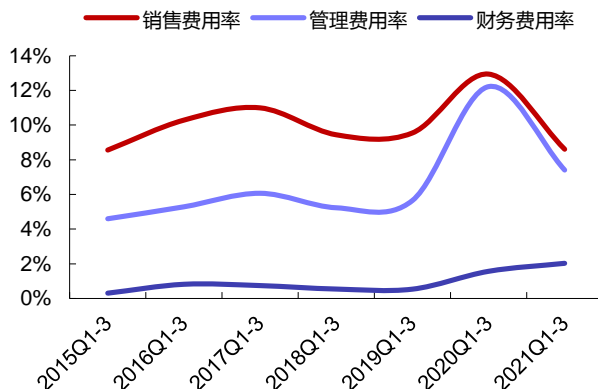
资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图34: 休闲景区板块 2015-2021 前三季度归母净利及增速**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图35: 休闲景区板块 2015-2021 前三季度利润率**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图36: 休闲景区板块 2015-2021 前三季度费用率**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

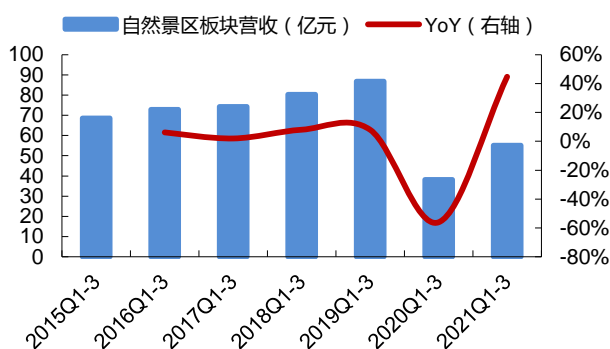
### 2.6.2. 自然景区: 受疫情冲击下行压力同样较大, 整体复苏不及休闲景区

**行业整体跟踪: 1) 2021Q1-3:** 前三季度板块整体完成营收 55.18 亿元/YoY+44.73%，归母净利润为-0.83 亿元/YoY+73.69%（去年同期为-3.15 亿元），期间费用率约为 29.34%/YoY-8.13pct。  
**2) 2021Q3:** 单三季度板块整体实现营收 18.77 亿元/YoY-7.59%，归母净利润-0.52 亿元/YoY-110.57%。疫情对自然景区板块冲击同样较大，并且自然景区成本相对更加刚性，盈利能力下行更加明显。期待 Q4 及 2022 年疫情逐渐得到控制、客流不断修复，各景区新项目建设如期进行和迎客，通过新项目带来游客和客单价的双重提升。

**黄山旅游: Q3 客流恢复承压, 新项目带来长期增量。业绩简述: 1) 2021Q1-3:** 前三季度共实现营收 6.69 亿元/YoY+47.26%，归母净利润 0.25 亿元/YoY+151.36%，扣非归母净利润为-70.8 万元; **2) 2021Q3:** 单三季度实现营收 2.08 亿元/YoY-18.08%，归母净利润-0.10 亿元/YoY-

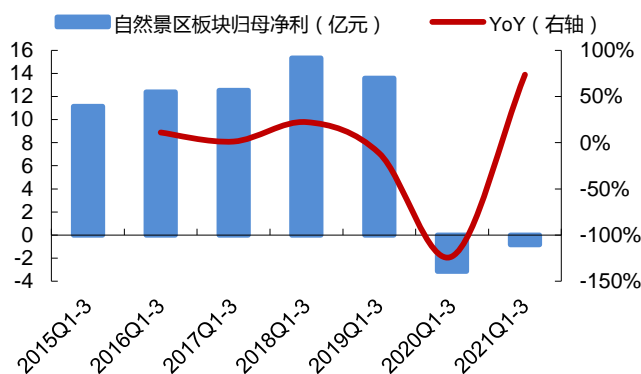
124.41% (2020Q3 归母净利润为 0.40 亿元), 扣非归母净利润-0.17 亿元/YoY-154.84% (去年同期扣非归母净利润为 0.31 亿元)。公司前三季度经营受疫情影响波动较大, 春节假期前后呈现复苏态势, 3-4 月份快速回暖, 5 月中旬受六安和合肥疫情影响出现下降, 6 月份开始回暖, 但 7-9 月受南京、扬州、莆田等地疫情影响再次遇冷, 近期局部疫情时有发生, 居民出游热情受到抑制。根据国家文化和旅游部数据, 国庆期间全国旅游出行 5.15 亿人次/YoY-1.5%, 恢复至 2019 年同期 70.1%; 实现国内旅游收入 3890.61 亿元/YoY-4.7%, 恢复至 2019 年同期 59.9%, 黄山景区国庆期间共接待游客约 12.1 万人, 恢复至 2019 年的 71.27%。Q3 公司花山谜窟景区综合提升项目已开业, 此外公司不断加快数字化转型进程, 打造“目的地新旅游新生活”一站式新服务平台, 加快开发智慧景区系统解决方案。

图37: 自然景区板块 2015-2021 前三季度营收及增速



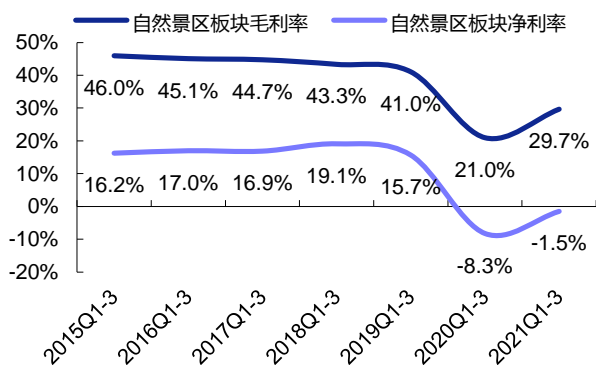
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图38: 自然景区板块 2015-2021 前三季度归母净利润及增速



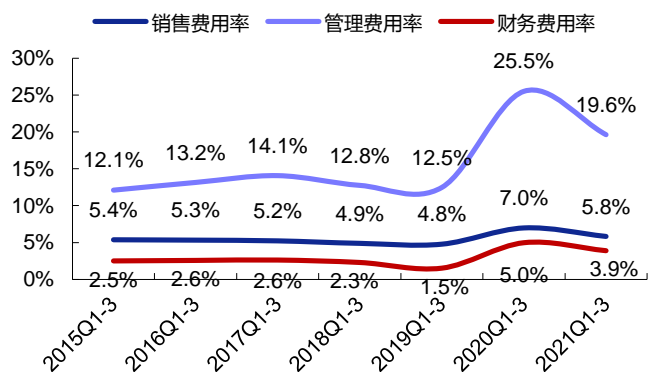
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图39: 自然景区板块 2015-2021 前三季度利润率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图40: 自然景区板块 2015-2021 前三季度费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3 投资建议

**整体来看：**Q3 板块因局部疫情频发经营承压，随着疫苗普及、零星疫情得到控制，国内消费形势向好发展，板块公司业绩预期将迎来复苏，看好板块内长期基本面良好、经营韧性强、抗周期属性明显的优质标的业绩高弹性修复，继续推荐中国中免、科锐国际、锦江酒店、首旅酒店，建议关注宋城演艺、天目湖、王府井等，板块整体维持“推荐”评级。分标的看：

**王府井：**公司已形成以百货、奥特莱斯、购物中心、超市为核心，与线上业务融合协同的格局，三季度因疫情复发导致各线下门店客流减少、投资收益录得负值、新租赁准则落地等原因使扣非归母净利润并不理想，但一方面公司在免税业务上的框架搭建正在稳步迈进，目前已于 400 余家供应商、近千余品牌达成合作意向，并在北京、海南构建组织好仓储中心、免税团队，已完成符合海关监管要求的信息系统；另一方面于 10 月 28 日换股合并同位于商业零售行业的首商股份，其拥有“燕莎商城”“燕莎奥莱”“西单商城”等多个享誉京城、闻名全国商业品牌。两面相合，公司未来在提振本身市场份额的同时寄希望免税成为新盈利核心，有望向好发展。

**中国中免：**公司作为全球免税行业龙头，疫情加速消费回流的趋势仍十分明显，中国离岛免税市场规模将高速增长。公司作为全球免税行业龙头，凭借强大供应链能力和运营能力率先受益，叠加海南新店贡献增量、线上渠道深化布局、机场新租金补充协议降低成本、市内店政策有望落地等多重潜在发展点，预期公司业绩将继续保持高增长。预计 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 116.81/149.30/182.66 亿元，对应 PE 分别为 39x/31x/25x。

**科锐国际：**疫情后灵活用工渗透率提升、招聘模式日趋线上化，看好科锐国际凭借自身的招聘基因、长期的客户资源基础、规模及平台效应，引领行业增长；同时公司通过定增募资，积极推动业务端和公司内部治理的数字化/信息化，实现平台生态共振和降本增效，预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 2.40/3.20/4.00 亿元，对应 PE 分别为 51x/38x/31x。

**宋城演艺：**公司深耕旅游演艺全产业链，在剧目研发、设计策划、景区运营等方面壁垒深厚。短期内受疫情影响经营承压，但疫情面前公司发力存量项目优化以及城市演艺、演艺谷等新模式探索，修炼内功叠加前瞻布局，核心竞争力不断巩固；随着国内疫情形势趋稳，旅游人次恢复，公司存量项目复苏、次新项目爬坡、城市演艺新模式不断验证，有望实现业绩高弹性。预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 4.88/11.66/16.52 亿元，对应 PE 分别为 78x/32x/23x。

**天目湖：**短期业绩承压，中长期受益周边游、休闲游渗透率提高，公司背靠长三角区域优势，凭借自身优质景区资源和运营能力不断开发新项目，温泉一期改造今年已完工并运营、南山小寨二期预期 2022 年投入运营，看好疫情后公司业绩修复带来高业绩弹性。预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 0.60/1.19/1.50 亿元，对应 PE 为 45x/23x/18x。

**锦江酒店：**伴随特效药研制、疫苗铺开，疫情有望逐渐控制；后疫情时代酒店业供需格局明显优化，有望开启新一轮景气周期。锦江依靠规模优势和股东背景资源优渥、品牌丰富，组织结



构优化后开店效率显著提升；20年5月以来整合加速推进，平台效应凸显，费用率持续改善，释放盈利空间。中长期看公司品牌向中高端升级，通过优化产品供给提振ADR从而拉动RevPAR增长，预计公司21-23年归母净利润分别为2.8/15.3/20.5亿元，对应PE分别为202x/37x/27x。

**首旅酒店：**本次疫情后，酒店供给端历史性出清，随着需求复苏，行业供需环境明显改善；公司为国内酒店龙头，将在后疫情时代加速扩张，进入周期景气阶段量价齐升的高速增长期；公司直营占比较高，有望释放出更大的业绩弹性。此外公司成立安诺酒店管理公司进军高端酒店领域以及会员权益升级等举措为公司的成长带来远期想象空间。预计公司21-23年归母净利润分别为2.09/10.26/11.93亿元，考虑定增摊薄，对应PE分别为109x/22x/21x。

**广州酒家：**疫情扰动对公司月饼和其他食品销售带来一定影响，梅州食品产能释放支撑公司速冻收入高增长，后续随着餐饮业复苏、陶陶居并表后门店扩张为公司增厚业绩，此外速冻产能持续释放、省外渠道拓展叠加将进一步打开增长空间，预计21/22/23年公司归母净利润为5.23/6.94/7.73亿元，对应PE为26x/20x/18x。



## 4 风险提示

**宏观经济波动风险：**经济增速放缓、通货膨胀加剧、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险；

**疫情反复影响风险：**局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费再次叫停的风险；

**行业竞争加剧风险：**餐饮、旅游等行业竞争者众多、短期市场总量难以出现较大增长，为争夺市场份额加大营销投入甚至出现价格战的风险；

**新项目/新产品落地不及预期风险：**自然景区、休闲景区在建的新项目建设因疫情扰动导致施工进度停滞，已完工项目因景区停业未能如期接待游客创收，从而导致公司现金流回收不及预期的风险；餐饮旅游等行业的新产品未能在市场上获得顾客青睐导致销售收入不及预期的风险；

**食品安全风险：**餐饮行业发生食品卫生安全事故导致的法律风险和品牌声誉受损风险；

**重大教学事故风险：**职教行业在开展教学活动中发生教学事故，引发法律及舆论风险。

## 分析师与研究助理简介

**刘文正**，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

**辛泽熙**，审计学硕士，三年卖方及实业工作经验，2021年加入民生证券，覆盖社服零售板块。

**饶临风**，伦敦政治经济学院硕士，南京大学学士。曾于英国基础设施基金Broughton Capital Group/东北证券任职，2021年加入民生证券，现任社会服务行业研究助理。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。