华龙证券 CHINA DRAGON SECURITIES

证券研究报告

社会服务行业

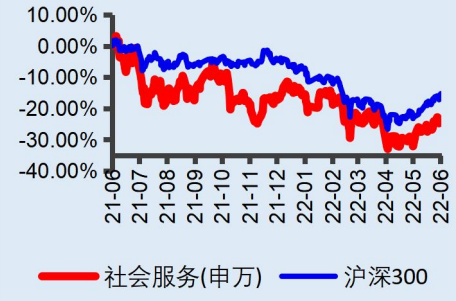
报告日期：2021 年 6 月 28 日

悲观预期触底，布局复苏机会

——社会服务行业 2022 年中期策略报告

华龙证券研究所

行业走势图



研究员

姓名：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮　箱：jizq@hlzqgs.com

相关报告

《深耕大消费，尽享花盛开—大消费行业研究报告》2022 年 1 月 6 日

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- 2021 下半年至 2022 年一季度，受疫情冲击，消费需求受到明显抑制，影响社服板块业绩短期承压，出现二次触底走势。但是随着本轮疫情拐点后防控政策要求更加科学化、精准化，以及疫情影响缓解后线下接触性消费需求释放与经济稳字当头诉求下消费刺激政策频繁出台的大背景下，社服板块将随着供需两端改善驱动板块业绩复苏。
- **酒店：**在疫情影响趋弱，线下消费需求有望回暖，龙头酒店存在业绩驱动估值回升的机会。主要体现在：疫情冲击，中小供给出清，行业集中度进一步提升，龙头逆势扩张，优化结构，更具竞争优势；ADR 率先企稳回升，疫后随着 OCC 回升进一步对 ADR 形成催化，二者共同驱动 RevPAR 回升，助推业绩增长；国内连锁化率提升空间仍较大，长线发展逻辑顺畅。
- **景区旅游：**中长期来看，我国旅游消费整体不改长期向好增长态势，旅游收入和出行人次保持持续增长，收入增长仍然具备较大空间。短期来看，景区旅游业绩预计再度筑底，在疫情不减居民旅游意愿，叠加从国家到地方的新一轮文旅业纾困政策陆续出台，国内旅游市场有望实现较快恢复，景区业绩有望再回复苏通道。看好下半年休闲度假游的疫后复苏反弹，具备资产质量高、异地复制能力强的人工景区与文化演艺，以及内生外延增量、业务模式优良、成本费用控制较好的休闲度假景区值得关注。
- **免税：**国内免税在潜在消费回流、渠道便利创新、价格竞争优势、政策红利支持等多方面因素的催化下，已经逐步走在了全球的前列，这将进一步提升游客购物的转化率和客单价水平，实现量价双驱动刺激国内免税市场规模的进一步增长。
- **投资建议：**我们判断下半年线下消费场景约束有望解除，服务型消费需求有望触底回升，带动社服板块业绩回暖。我们对于下半年板块的核心驱动因素的预期主要放在业绩二次触底后的复苏上面，以及消费刺激政策与行业纾困政策落地上面。随着线下接触性消费需求释放与相关刺激政策落地，社服板块业绩将有望重回复苏通道，实现业绩修复，驱动估值回升。建议关注酒店、景区旅游、免税板块的表现机会，推荐锦江酒店、宋城演艺、中国中免；关注首旅酒店、君亭酒店、天目湖、峨眉山 A、中青旅。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、疫情爆发超预期、政策效果低于预期、估值调整投资风险、其他风险。

目录

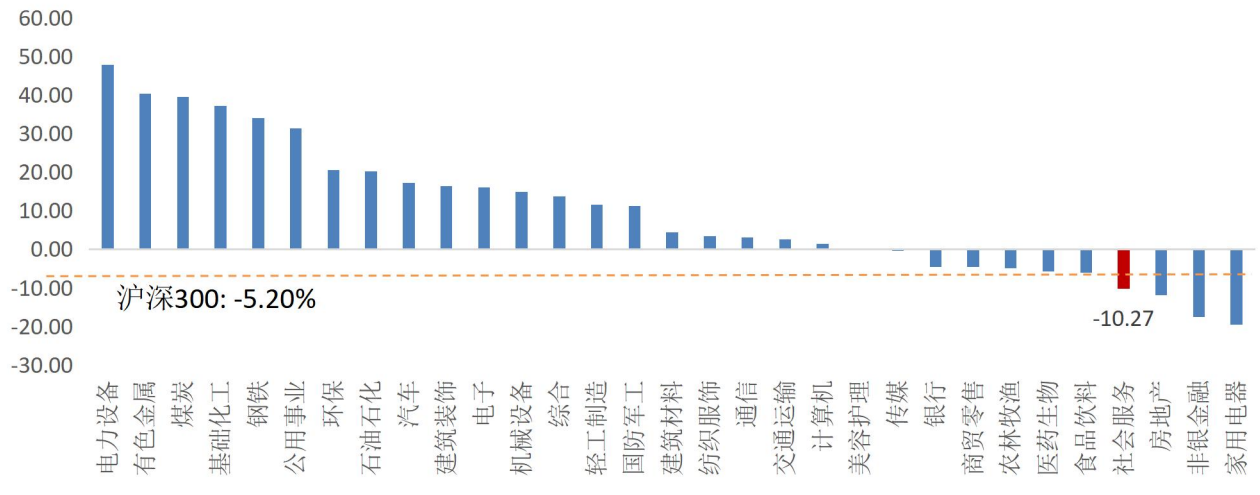
1. 回顾：疫情扰动，板块走弱，收入复苏，业绩承压 1
1.1. 板块表现受到疫情扰动，下半年表现有望转强 1
1.2. 消费场景受限抑制业绩复苏，需求拐点是业绩延续复苏关键 3
2. 静待需求拐点，布局复苏机会 6
2.1. 防控政策叠加疫情拐点有望加快需求复苏 6
2.2. 消费场景恢复，具备较高弹性的可选消费有望触底反弹 9
3. 酒店：供给端出清提升行业集中度，龙头业绩增长确定性强 11
3.1. 酒店业刚性需求相对显著，ADR 先行修复 11
3.2. 供给出清，轻资产扩张，龙头更具竞争优势 13
4. 景区旅游：疫情拐点后，旅游需求释放支撑业绩复苏 15
4.1. 疫情冲击，业绩二次触底 15
4.2. 修炼内功承接需求释放后的行业复苏机会 17
5. 免税：受益自贸港新发展预期，免税购物长线逻辑不改 18
6. 投资建议与重点个股 20
6.1. 投资建议 20
6.2. 重点个股及盈利预测 21
风险提示 24

1. 回顾：疫情扰动，板块走弱，收入复苏，业绩承压

1.1. 板块表现受到疫情扰动，下半年表现有望转强

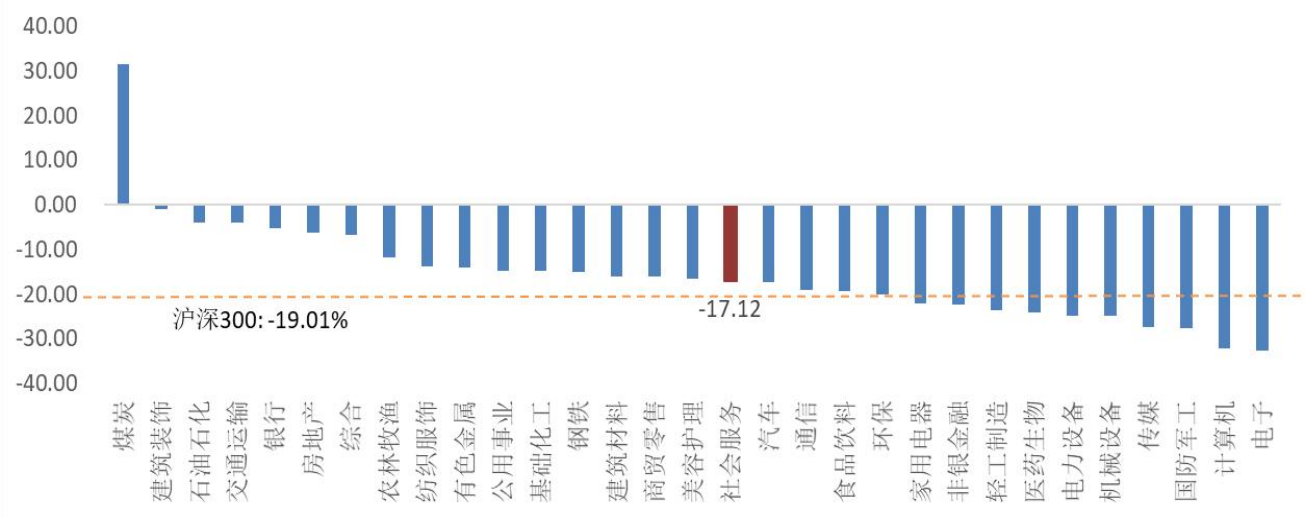
2021 年下半年 Q3 和 Q4 全国多地出现散点疫情，对供需两端产生较大影响，特别是线下接触性服务行业由于出行受限与消费需求抑制而受到较大冲击。申万一级社服板块指数全年下跌 10.27%，涨跌幅排名倒数第四位。2022 年初至 5 月底，疫情从 2 月中下旬开始，接连扩散至黑龙江、广东、吉林、上海、山东、福建等约 30 个省市，直接影响到酒店餐饮与旅游出行的业绩复苏预期，导致社服板块指数下跌 17.12%。但是从市场整体表来看，下跌幅度低于沪深 300 指数，表现居于全行业中位水平，而且相对市场表现明显强于去年水平。特别是 2022 年 3 月以来，板块的韧性凸显，对于利空明显钝化，尤其是在盈利预期大幅下修的 3/4 月份，相对其他指数仍有超额优势。说明来自业绩波动式复苏预期的驱动逻辑仍在持续。

图 1：2021 年各板块指数涨跌幅情况（%）



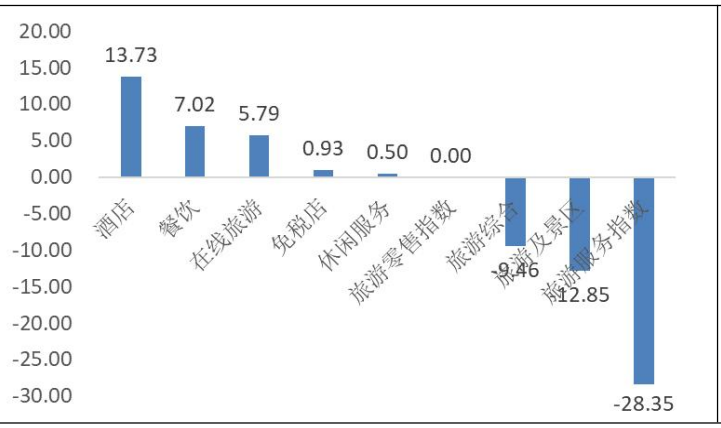
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 2：2022 年初至 5 月 31 日各板块指数涨跌幅情况（%）



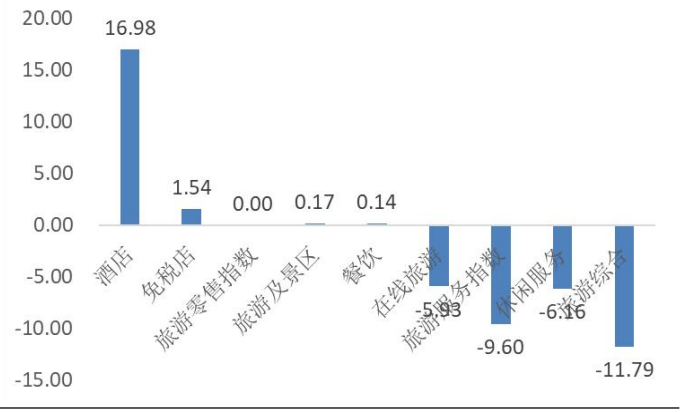
数据来源：iFinD,华龙证券研究所

图 3：2021 年社服细分板块涨跌幅情况（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 4：年初至 5 月底社服细分板块涨跌幅情况（%）



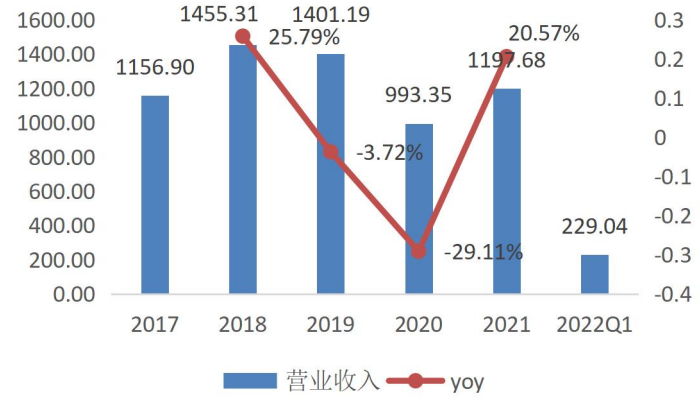
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

社服行业细分板块来看，主要受到下半年疫情影响拖累全年板块表现。2021 年酒店餐饮上半年符合复苏预期，指数表现居前。旅游类标的涨跌互现，更多体现反弹贝塔预期或自身发展方向的预期，指数表现疲软主要是受到疫情影响，暑期和十一黄金周的传统旺季受到较大冲击，游客数量和收入的复苏程度放缓明显，十一黄金周游客数量与收入分别为 2019 年同期的 70.1%和 59.9%，显著慢于五一假期的 103.2%和 77%。2022 年年初至 5 月底，上海等地爆发疫情，导致疫情影响较去年下半年更甚，指数表现仅酒店与免税店呈现上涨走势。目前来看，随着更加科学和精准防控措施开展，疫情得到有效控制，出行限制逐步放松，酒店餐饮与旅游出行将再度回归复苏通道，有望呈现与 2021 年相反的态势，下半年好于上半年表现。

1.2. 消费场景受限抑制业绩复苏，需求拐点是业绩延续复苏关键

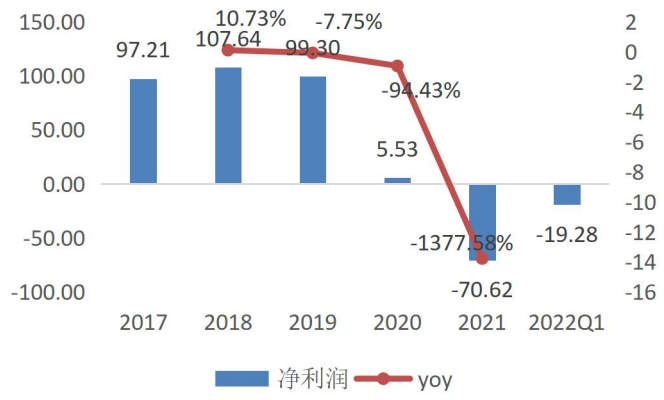
申万社会服务行业 2021 年板块整体营收同比增长 20.57%，恢复至 2019 年约 85%水平；业绩端亏损幅度加大，板块业绩合计亏损 70.62 亿元，2020 年盈利 5.53 亿元。整体业绩表现来看，上半年维持复苏态势，下半年受到散点疫情影响，多地出台出行限制措施，导致出行流量大幅减缓，业绩受到冲击。22Q1 整体营收较去年同期下滑 1.6%，仅恢复至 2019 年同期的 71.9%；业绩端，2022Q1 板块整体业绩亏损 19.28 亿元，而 2021Q1 与 2019Q1 分别为亏损 9.73 亿元、盈利 22 亿元。

图 5：17-21 年社服行业营收（亿元）与增速



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 6：17-21 年社服行业净利润（亿元）及增速

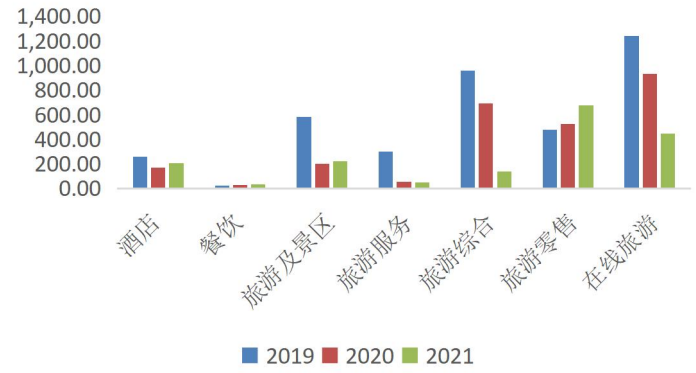


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

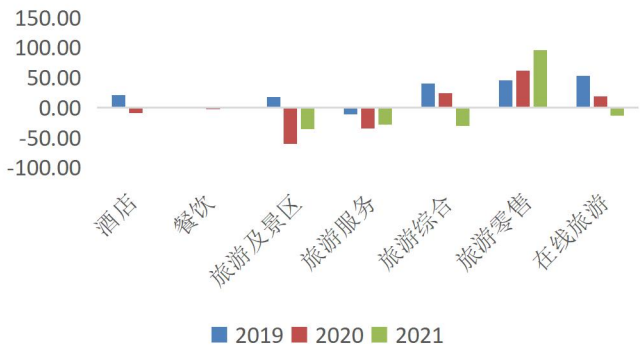
细分板块来看，2021 年多板块营收较 2020 年实现正增长，酒店业绩同比扭亏，餐饮亏损加大。细分领域来看，营收同比 2020 年增速：旅游零售（+28.7%）>餐饮（+22.8%）>免税（+17.5%）>酒店（+16.8%）>景区旅游（+8.3%）>旅游服务（-13.1%）；业绩表现来看，旅游零售领跑，归母净利润继续维持正增长；酒店实现净利润 3.29 亿元（2020 年亏损 7 亿元），实现扭亏为盈；旅游及景区、旅游服务、旅游综合小幅减亏；餐饮亏损幅度扩大，2021 年同比下滑 123.6%。

图 7：19-21 年社服细分板块营收（亿元）

图 8：19-21 年社服细分板块归母净利润（亿元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

2022Q1，除酒店板块外，出行旅游及餐饮板块业绩均出现下滑或亏损增加。营收同比 21Q1 增速：酒店（+0.4%）＞旅游零售（-7.5%）＞餐饮（-8.6%）＞景区（-15.5%）＞旅游综合（-60.3%）；归母净利润来看，酒店减亏（由 21Q1 亏损 6.7 亿元降低至 22Q1 亏损 5.4 亿元）；旅游零售业绩同比下滑 10%；旅游综合（-10.9%）、餐饮（-44.6%）、景区（-98%）亏损同比增加。

总体而言，免税板块 2022 年 1-2 月的经营表现较优，中国中免业绩同比增长约 20%，但受 3 月数据拖累，Q1 整体营收业绩均小幅下滑；酒店 Q1 受疫情影响仍较大，需求端产生冲击，部分酒店在疫情下被征用，整体扣非归母净利的亏损额已与 2020Q1 接近，但需密切关注疫情拐点，2021 年疫情恢复较好月份证明，酒店龙头在疫情防控较好的形势下，需求端反弹弹性较大，且与 RevPAR 和业绩直接相关；餐饮 2021 年为深度调整之年，由于疫情持续时间超过市场预期，前期部分逆势拓店扩张在 2021 年反而成为较大的成本压力和管理压力，关店等一次性损失影响全年业绩；景区板块与疫情关联度较高，在疫情持续的态势下，仍然没有明显的业绩恢复起色，后续仍与疫情进展高度关联。

表 1：板块重点公司 2021 及 2022Q1 情况（亿元，%）

		2021					2022Q1				
		营业收入	YOY	恢复至2019年同期	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	恢复至2019年同期	归母净利润	YOY
免税	中国中免	676.76	28.67	141%	96.54	57.23	167.82	-7.45	123%	25.63	-9.99
酒店	锦江酒店	113.39	14.57	75%	1.01	-8.70	23.22	0.97	70%	-1.20	34.31
	君亭酒店	2.78	8.39	74%	0.37	5.28	0.62	-3.72	62%	0.04	-44.58
	首旅酒店	61.53	16.49	83%	0.56	111.23	12.12	-4.64	63%	-2.32	-27.73
景区旅游	天目湖	4.19	11.86	45%	0.52	-6.17	0.56	-28.05	10%	-0.21	-371.27
	宋城演艺	11.85	31.27	61%	3.15	117.98	0.85	-72.16	54%	-0.39	-129.15
	中青旅	86.35	20.76	50%	0.21	109.15	13.81	-1.20	32%	-1.12	-71.90
	丽江股份	3.58	-16.87	56%	-0.38	-153.63	0.42	-42.31	49%	-0.28	-185.04
	黄山旅游	8.95	20.84	57%	0.43	193.74	1.29	-12.07	58%	-0.84	-162.31
	峨眉山A	6.29	34.55	39%	0.18	146.95	1.49	12.66	19%	0.04	268.20
	桂林旅游	2.39	-6.39	73%	-2.13	20.18	0.22	-44.85		-0.71	-30.37
	长白山	1.93	30.45	41%	-0.52	7.47	0.21	101.32	42%	-0.35	11.79
	九华旅游	4.26	24.81	79%	0.61	10.95	0.81	-19.48	61%	-0.06	-131.63
餐饮	广州酒家	38.90	18.33	128%	5.58	20.28	7.47	11.51	140%	0.53	10.36
	同庆楼	16.08	24.11	110%	1.44	-22.17	4.24	5.04	102%	0.23	-27.67
	金陵饭店	13.74	20.50	116%	0.28	-35.39	3.79	17.30	127%	-0.09	31.71
旅游服务	众信旅游	6.84	-56.19	5%	-4.64	68.63	0.59	-30.16	2%	-0.57	23.70
	岭南控股	15.26	-18.71	19%	-1.28	46.85	1.87	-35.01	10%	-0.76	-35.74

数据来源：iFinD,华龙证券研究所

1.3. 整体市盈率受市值大幅下降影响逐渐回归

目前社服板块整体市盈率 60.38 倍， 位于近三年历史分位的 67%。PB 为 3.49 倍，位于近三年历史分位的 15.21%。三月以来，受到疫情冲击，板块整体市值出现较大跌幅，特别是免税行业龙头中国中免，年初至今市值由 7800 亿调整至目前的 4100 亿。同时，板块上市公司盈利受到影响，出现二次触底，复苏预期受到影响。中长期发展来看，行业受益于疫苗普及消费场景恢复，消费刺激政策扶持，居民消费升级等多重利好因素影响，新的消费需求不断涌现，提振业绩增长，具备业绩再回复苏通道后的中长期成长空间。

图 9：社服行业 PE-TTM（截止 2022/6/24）

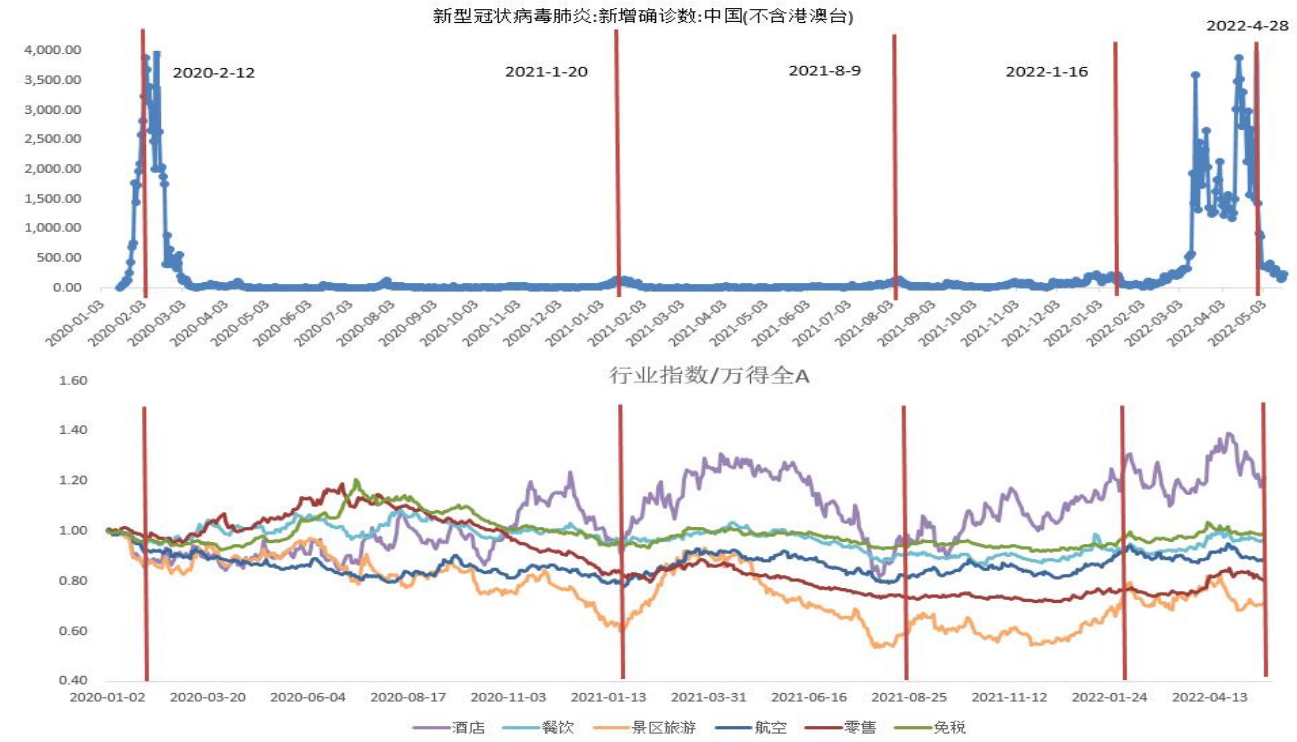
数据来源：iFinD,华龙证券研究所

2. 静待需求拐点，布局复苏机会

2.1. 防控政策叠加疫情拐点有望加快需求复苏

社服行业表现与疫情发展存在较强的负相关性。回顾 5 轮疫情发展与社服板块市场表现来看，在每轮疫情拐点出现后，防控政策逐步宽松，出行限制放开后，线下接触性服务行业消费需求出现明显复苏迹象，板块表现取得较为明显的超额收益。从细分板块指数修复次序来看，餐饮酒店呈现最先修复走势，其次是景区旅游与免税。其中受疫情影响，出行旅游习惯改变，周边游、短途游、乡村游恢复明显快于长途跨省游。

图 10：国内疫情发展与社服细分板块表现的相关性（标准化处理）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

最近一轮疫情爆发于 3 月末，拐点出现于 4 月 28 日。从过往疫情发展与各细分板块表现的相关规律来看，随着疫情拐点出现，以及最新防控政策强调科学化、精准化、“九不准”等措施出台，下半年“疫情受损链”上受到冲击较大的餐饮酒店与出行旅游等服务行业将随着需求拐点出现重回复苏通道。2022 年社服板块表现将于 2021 年呈现相反态势，下半年将迎来一轮新的修复行情，全年有望呈现先抑后扬的修复走势。

防御政策强调科学性与精准性，最大限度减少对经济增长的影响，有利于限下服务行业需求提升，疫后修复将更加顺畅。最新防控政策显示，在毫不动摇坚持“外防输入，内防反弹”总策略和“动态清零”总方针的前提下，要进一步提高防控措施的科学性、精准性、针对性，坚决做到“九不准”，比如不准随意将限制出行的范围扩大、不准随意延长管控时间、不准随意关闭低风险地区保障正常生产生活的场所等等。

表 2：2022 年以来疫情防控政策

时间	文件/会议	内容要点

2 月 18 日	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	四个精准”：一是建立精准监测机制，二是提升精准识别能力，三是强化精准管控隔离，四是推广精准防护理念；“三个不得”：一是不得突破疫情防控相应规定进行封城、封区，不得非必要、不报批中断公共交通；二是不得非经流调、无政策依据对餐厅、商超、景区景点、电影院及相关服务业场所等实施关停措施、延长关停时间；三是不得在国务院联防联控机制政策要求基础上擅自增加对服务业的疫情防控措施。
3 月 14 日	《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》	1）在核酸检测基础上，增加抗原检测作为补充，进一步提高病例早发现能力；2）轻型病例集中隔离管理，不再送至定点医院；3）将国家药监局批准的两种特异性抗新冠病毒药物写入诊疗方案，即 Paxlovid 和国产单克隆抗体；4）修改解除隔离管理及出院标准，由核酸检测阴性改为核酸检测 Ct 值≥35，出院后隔离 14 天改为 7 天居家健康监测。
3 月 17 日	政治局会议	“ 要提高科学精准防控水平，不断优化疫情防控举措，加强疫苗、快速检测试剂和药物研发等科技攻关，使防控工作更有针对性。”“统筹好疫情防控和经济社会发展，采取更加有效措施， 努力用最小的代价实现最大的防控效果，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。
5 月 31 日	《关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》	待无中高风险地区后，恢复旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
6 月 5 日	国务院联防联控机制召开新闻发布会	各地要更加高效统筹疫情防控和经济社会发展，进一步提高防控措施的科学性、精准性、针对性，坚决做到“九不准”：1. 不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；2. 不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；3. 不准随意延长中、高风险地区及封控区、管控区的管控时间；4. 不准随意扩大采取隔离、管控措施的风险人员范围；5. 不准随意延长风险人员的隔离和健康监测时间；6. 不准随意以疫情防控为由拒绝为急危重症和需要规律性诊疗等患者提供医疗服务；7. 不准对符合条件离校返乡的高校学生采取隔离等措施；8. 不准随意设置防疫检查点，限制符合条件的客、货车司乘人员通行；9. 不准随意关闭低风险地区保障正常生产生活的场所。

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

支持政策密集出台推动消费复苏。2022 年上半年约 155 个地级城市推行消费券政策，消费乘数在 100%~400%之间，整体预计带动约 3 倍的消费力释放。2022 年以来全国多地疫情反复，而且本轮疫情对供需两端的影响不亚于 2020 年，随着疫情反复，消费收入、消费信心、消费预期等均产生较大的影响，基于经济稳增长背景，下半年消费刺激政策有望延续。目前包括北京、深圳、吉林、太原、宁波、西宁等多地陆续推出消费券、服务券等惠民补贴，以刺激当地消费增长。此外，国常会也多次部署促消费政策落地，包括促进消费恢复发展、促进新型消费、扩大重点领域消费、挖掘县乡消费潜力，以及针对旅游、餐饮、零售等行业的普惠性纾困与专项纾困措施等等。同时，两会中明确为推动经济平稳增长，促消费政策力度

将不断深化。

2.2. 消费场景恢复，具备较高弹性的可选消费有望触底反弹

从必选可选来看，必选消费需求弹性较小，可选消费通常呈现出较高需求弹性，随着疫情拐点出现，以及防疫政策更加精准和科学化的新要求出台，可选消费需求将逐渐释放，必选品消费增速回归稳定。从细分品类看，粮油、食品、饮料等必选品表现相对稳定，可选品受疫情冲击严重。2022 年 1-5 月，粮油食品、药品、石油及制品分别同比增长 12.3%、10.08%、8.30%；纺织服装、汽车、珠宝类同比增速分别下跌 16.2%、16%、15.5%。

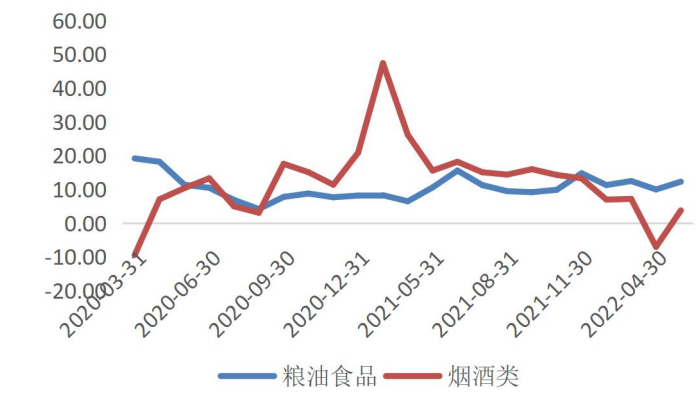
从 2020 年疫后修复斜率看，粮油食品类零售额同比增速从 2020 年 4 月的 18.2%持续下降至 2021 年 8 月的 4.2%；服饰纺织、化妆品、金银珠宝修复明显，疫后 4 月增速反弹分别 34.1%、32.7%、23.3%。服务类受疫情反复，复苏受到扰动，但是疫后复苏过程中，服务明显呈现高弹性，复苏节奏更快。从消费趋势看，消费整体分化仍然相对明显，我们判断下半年高端消费与高性价比的必选消费增速将相对稳定，可选消费有望触底反弹，重回复苏通道。

消费者信心指数位于低谷期，下半年或将有所提振。根据国家统计局数据，2022 年 2 月我国消费者信心指数为 120.5，接近 2020-2022 年 3 月之间 27 个月的平均水平（120.13），而到 2022 年 3 月，消费者信心指数大幅下降至 113.2，4 月份更是跌至 86 的水平，1998 年以来最低水平。疫情影响大量服务业小微市场主体陷入经营困境，居民失业率攀升、收入预期下滑，导致消费意愿和消费信心受到明显冲击。在经济稳增长背景下，期待下半年政策加码刺激消费信心，推动消费需求复苏。

就业好转迹象出现，保就业报收入政策下，收入回暖有望提升消费信心。就业方面，疫情叠加部分行业受政策调整影响，失业率自 2021 年 7 月起呈现上升趋势，5 月份出现拐点，失业率从高点 6.1%下滑至 5.9%，出现改善迹象。下半年就业率能否持续改善是收入层面体现消费意愿和消费能

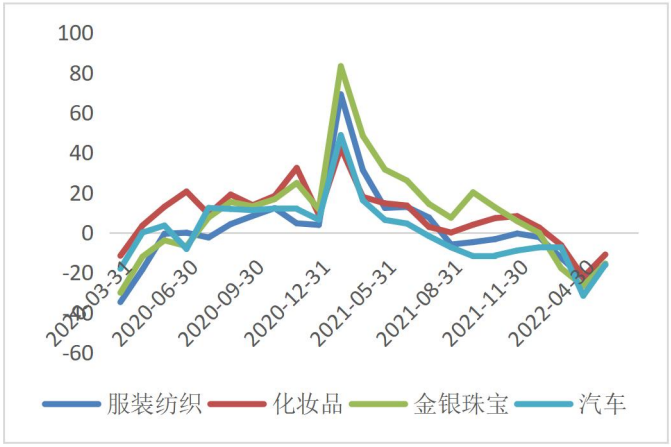
力改善的重要参考因素。

图 11：分品类社零数据同比：粮油食品类（%）



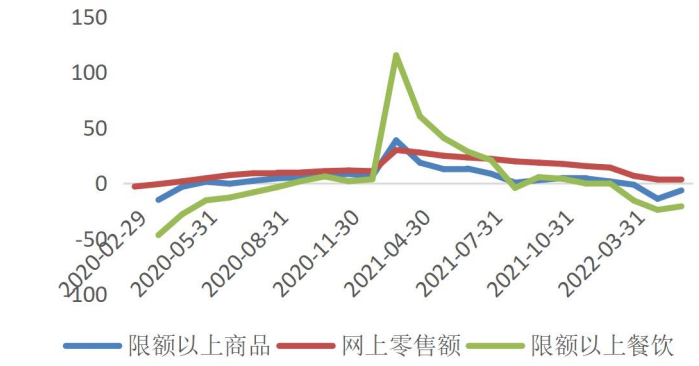
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 12：分品类社零数据同比：服装、珠宝类（%）



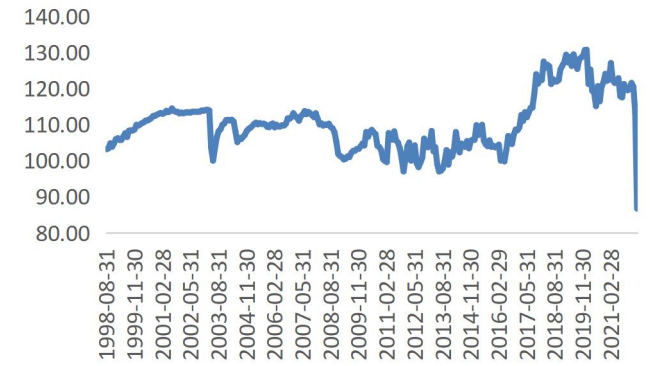
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 13：分品类社零数据同比：商品、餐饮（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 14：消费者信心指数



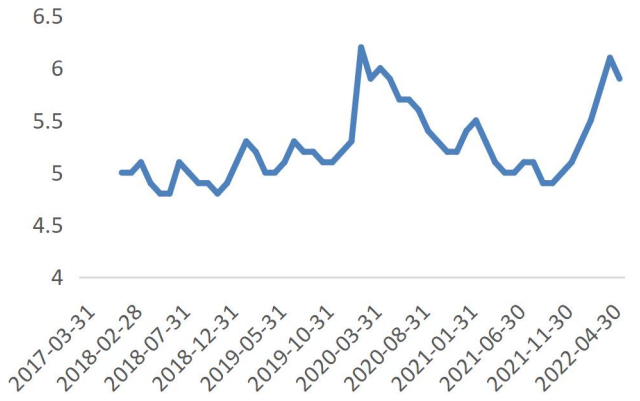
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

储蓄方面，有望迎来新一轮储蓄率的释放。参照非典前后城镇居民储蓄率的变化情况，预防性储蓄高企到预防性储蓄释放，再到补偿性消费是疫情期间一般会经历三个阶段。目前来看，政策偏紧的省份，如北京，预防性储蓄仍未完全释放，而防疫策略灵活，政策相对宽松的省份，基本释放了预防性储蓄，有些省份，如江苏，已进入补偿性消费阶段，储蓄率低于趋势水平。

从数据变化来看，社零增速与居民当期的收入增速基本同步，居民对未来收入的预期也会从储蓄率的变化传导至消费行为，每一次社零增速的阶段性提升期间，均出现了消费信心的提升和储蓄率的趋势性下行。因此，

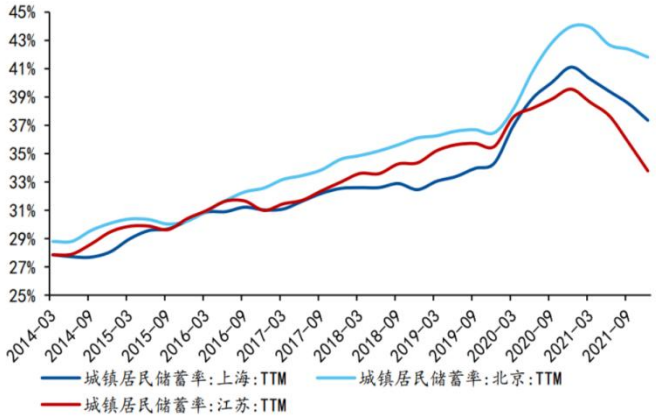
我们认为随着疫情冲击逐渐弱化，预防性储蓄的释放和线下场景约束的打开对消费需求的提振是确定的。

图 15：失业率出现改善迹象（%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 16：居民储蓄率：北京、上海、江苏



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

供需两端驱动业绩重回复苏通道。线下服务型消费复苏两步走，从需求端来看，一是随着国内疫情管控政策的逐步放松，线下消费场景约束有望进一步消除，刺激居民服务型消费需求触底回升；二是居民消费能力和消费意愿的提升，带动服务型消费的进一步增长。从供给端来看，一方面，供给端在疫情中出清充分，疫后龙头将被动享受市占率的提升；另一方面，在疫情中逆势扩张的企业，短期更多地增加了成本费用，但在疫后复苏过程中将有望承接更多的需求，主动提高了市占率水平，从而带来业绩的高弹性。整体而言，我们认为本轮复苏周期可以看得更长一些（预计 1-2 年）。

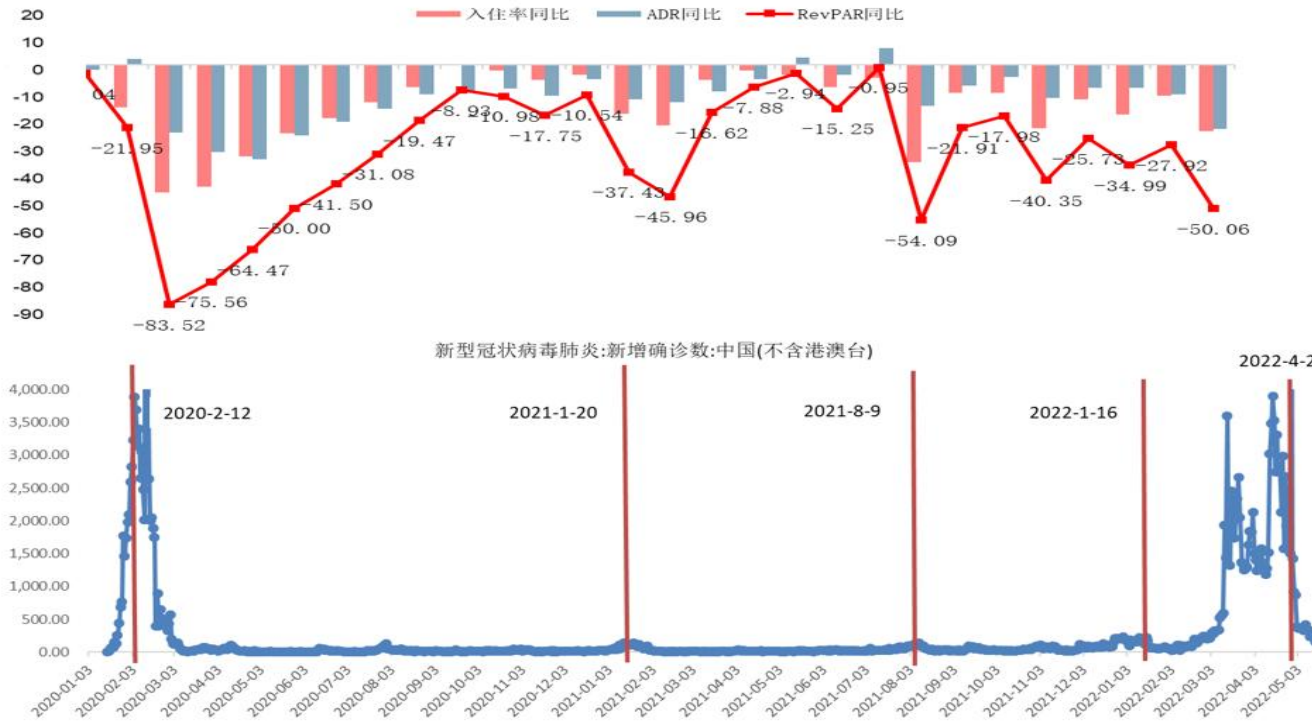
3. 酒店：供给端出清提升行业集中度，龙头业绩增长确定性强

3.1. 酒店业刚性需求相对显著，ADR 先行修复

酒店刚性需求显著，2021 年上半年行业 RevPAR 稳步恢复，下半年疫情散发致使恢复节奏放缓，全年表现优于 2020 年。据 STR 数据显示，2021 年全国整体/一线/二线/三线及以下样本酒店 RevPAR 分别同比+18.2%/+26.0%/+15.6%/+13.6%，整体 RevPAR 恢复到了 2019 年的 76.2%水平。2022Q1 受到疫情持续扩散影响，商务出现和旅游出行均受到抑制，影响酒店出现短期业绩承压。1-2 月稳步恢复，RevPAR 分别同比

+3.7%/+35.4%，恢复至 2019 年同期的 65%和 72%水平，恢复程度与去年 11-12 月相当；3 月以来，复苏进程明显放缓，RevPAR 同比-39.7%，恢复至 2019 年同期的 50%水平。上半年主要受到疫情拖累，下半年在疫情缓解下，经营业绩有望得到释放，延续 2021 年上半年的复苏态势。

图 17：疫情以来酒店 RevPAR 表现



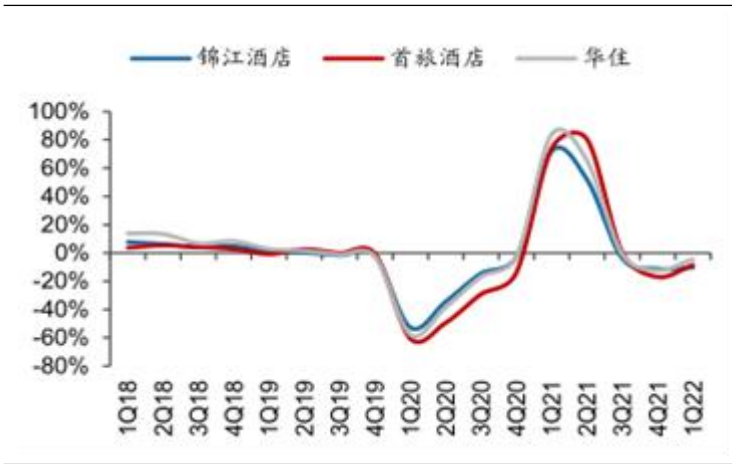
数据来源：iFinD,公司公告，华龙证券研究所

ADR 先行修复，疫情拐点后，下半年出行需求有望回暖，OCC 修复将助推 RevPAR 回升，提振公司业绩。疫情初期，OCC、ADR 几乎同步大幅下滑，但随着疫情反复及应对经验积累，ADR 先于 OCC 修复，说明主要影响来自外生变量，一旦疫情缓解，OCC 将快速回升，叠加供给端出清后恢复难度较大，ADR 有望进一步获得催化。因此，下半年有望在 ADR 率先企稳回升的基础上，OCC 的改善与 ADR 的在催化双重驱动 RevPAR 回升。

酒店行业需求主要由商务出行、休闲出行两方面构成，商务出行占比超 50%，酒店业刚性需求相对显著。从疫情平稳期来看，酒店业 RevPAR 能够快速修复至疫前水平，业绩弹性韧性较强。三大龙头酒店集团经营数据显示，2021 年 OCC 较 2020 年同期平均增 14.8%，与 2019Q2 差距仅 5.6%；

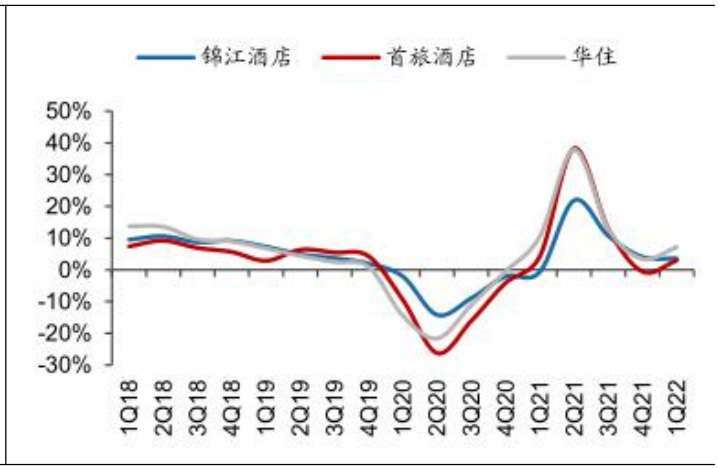
ADR 较 2020 年同比增 32.4%，较 2019Q2 增长 5.0%；入住率与平均客房单价水平助推 RevPAR 较 2020 年增长 64.7%，较 2019Q2 略低 2%，其中，华住酒店 RevPAR 恢复领先，恢复至 19Q2 的 101.9%水平。2022Q1 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 同比分别为-8.9%、-14.4%、-10.5%。

图 18：锦江、首旅、华住 RevPAR 同比增速



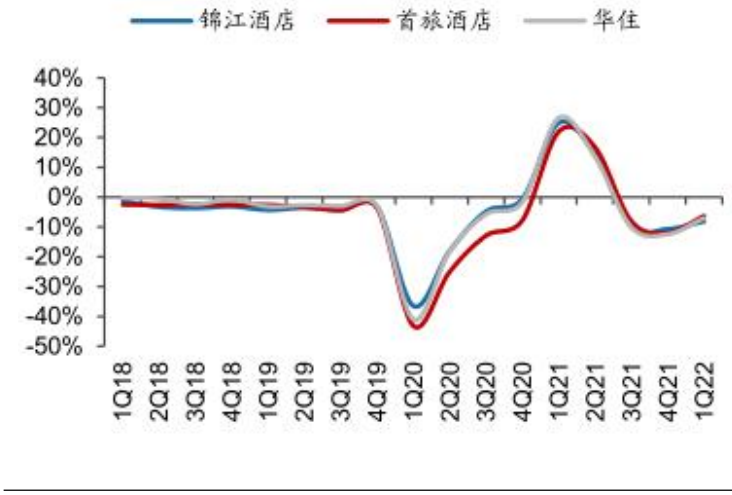
数据来源：公司财报，华龙证券研究所

图 19：锦江、首旅、华住 ADR 同比增速



数据来源：公司财报，华龙证券研究所

图 20：锦江、首旅、华住 OCC 同比增速



数据来源：公司财报，华龙证券研究所

图 21：我国不同类型酒店客房数量占比情况

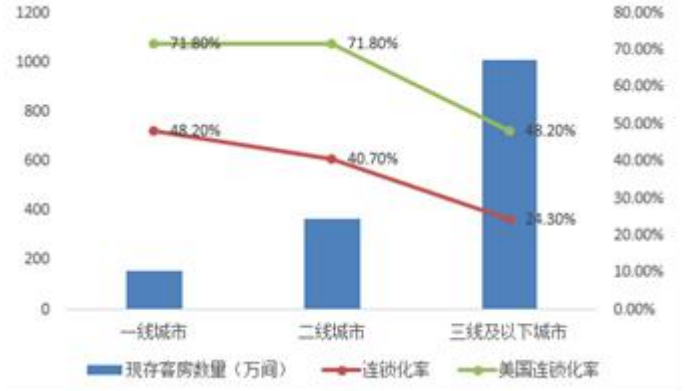
数据来源：公司财报，华龙证券研究所

3.2. 供给出清，轻资产扩张，龙头更具竞争优势

酒店业疫情期间供给端出清与龙头酒店逆势扩张共存，进一步提升行业集中度，龙头酒店门店结构优化后更具竞争优势。单体、小型连锁品牌

由于抗风险能力弱，为本轮出清的主体，龙头酒店集团则依托规模、品牌、资金、管理优势逆势拓店，加速行业向龙头集中。供给端出清来看，2020年末，国内酒店数量/客房数约28万家/1533万间，分别同比降17%/13%，客房供给基本回归至2017年水平。截至2021年底，国内星级酒店数量共7676家，同比下降 9%，降幅继续走阔。龙头逆势扩张来看，2021年，三大龙头酒店锦江、首旅、华住计划开店分别为1500家、1400-1600家、1800-2000家，实际新开店分别为1763家、1418家、1540家，基本完成扩张计划。

图22：我国存量酒店连锁化率



数据来源：公司财报，华龙证券研究所

图23：国内酒店龙头加盟客房占比情况

数据来源：公司财报，华龙证券研究所

中高端酒店开启快速增长，我国中高端酒店发展空间仍显广阔。2019年我国连锁中端酒店/客房数量分别达到10500家/102.6万间，2014-2019年CAGR为48.1%;对比之下,2019年我国经济型酒店/客房数量分别为36853家/242万间，2014-2019年CAGR仅为9.6%。从美国酒店发展趋势来看，经济型酒店占比持续下滑，中高端呈现增长趋势，2020年经济型、中端、高端豪华以19.9%、61.8%、18.3%的占比结构呈现橄榄型。中长期来看，我国收入分布在共同富裕政策背景下逐步趋向橄榄型，其过程中，对于酒店住宿的消费需求也将趋向橄榄型分布，将驱动我国中高端酒店占比进一步提升，目前看仍具较大提升空间。

连锁化率显著低于欧盟发达国家，成熟龙头酒店轻资产化仍有空间。一方面，2020年数据显示，我国酒店行业以客房数量计的连锁酒店渗透率

仅为 31%，同比提升 5%，显著低于美欧的 71.8%与 38.6%，存量酒店连锁化下沉市场空间广阔，头部品牌有望持续保持较高扩张速度。另一方面，国内酒店行业持续采用轻资产模式进行扩张，截止 2021 年底，锦江、首旅、华住加盟酒店客房数量占比分别达到 91.4%、81.2%、87.5%。对标美国酒店业轻资产扩张来看， 直营酒店占比低于 5%，收入低于 30%，说明我国酒店轻资产扩张仍有空间。

4. 景区旅游：疫情拐点后，旅游需求释放支撑业绩复苏

4.1. 疫情冲击，业绩二次触底

景区旅游属于需求敏感性行业，需求变化与疫情存在较高关联程度。2021 年及 2022Q1，业绩增长受到较大冲击。2021 年旅游恢复前高后低，2021 年全年国内旅游人数为 32.46 亿人次，同比提升 12.75%，恢复至 2019 年的 54%，其中峨眉山景区客流实现翻倍，80%的景区客流恢复度较 19 年达 40%以上，75%的景区客流实现同比正增长；实现国内旅游收入 2.92 万亿元，同比提升 30.94%，恢复至 2019 年的 51%；客单价为 899.57 元，同比提升 16%，恢复至 2019 年的 94%。其中，2021 上半年复苏强劲，实现国内游收入 1.63 万亿元/+157.90%，恢复至 2019 年的 58.60%水平；下半年受疫情扰动出现小幅回落，实现收入 1.29 万亿元/-19.27%，恢复至 2019 年的 43.82%水平。

图 24：2021 年旅游收入及同比（%）

图 25：2021 年旅游人次及同比(%)

数据来源：文旅部，华龙证券研究所

数据来源：文旅部，华龙证券研究所

根据文旅部抽样调查，2022Q1 实现国内游人次 8.3 亿/-18.95%，恢复至 2019 年的 46.71%，国内游收入 0.77 万亿元/+4.00%。清明节国内旅客人次恢复至 2019 年同期的 68%；“五一”假期全国国内旅游出游 1.6 亿人次，同比减少 30.2%，恢复至 2019 年同期的 66.8%，实现国入内旅游收入 646.8 亿元，同比减少 42.9%，恢复至 2019 年同期的 44.0%。国内景区业绩修复仍高度取决于国内疫情以及出行政策管控。

图 26：2021 年假期旅游收入及恢复至 2019 年同期水平

数据来源：文旅部，华龙证券研究所

图 27：2021 年旅游人次及恢复至 2019 年同期水平

数据来源：文旅部，华龙证券研究所

2021 年旅游景区行业营收持续复苏，盈利实现减亏，全年业绩受主要受到下半年疫情影响拖累。全年营收实现 149.8 亿元，同比增长 20.2%，恢复至 2019 年 60.8%；归母净利润-0.9 亿元，同比减亏 22.5 亿元。12 家旅游景区上市公司中，10 家公司营收增速同比上升，天目湖、曲江文旅较 2019 年同期恢复较好，分别实现 83%、105%的恢复度。含宋城演艺、中青旅、黄山旅游在内的 7 家上市公司实现盈利。2021 年，板块公司毛利率水平均值在 13.4%，净利率水平-35.7%；其中宋城演艺 21 年毛利率 44.4%，净利率 11.0%，表现较好。对比疫情以来的稳态期而言，板块公司毛利率均值 44.3%，净利率均值在 15.1%，分别下降 30.9%、50.8%。

2022Q1，受到较大范围疫情冲击，跨省出行接连受阻，景区业绩再度触

底。2022Q1 景区板块实现营收 22.3 亿元，同比下降 47.3%，恢复到 2019 年同期的 45.7%；实现归母净利润-4.7 亿元，同比盈转亏达 10.1 个亿

表 4：2022Q1 景区板块上市公司营收与归母净利润情况

代码	公司名称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
		1Q21	1Q22	同比增速	1Q21	1Q22	同比增速
300144.SZ	宋城演艺	4.3	0.9	-80.1%	2.5	-0.4	-
600138.SH	中青旅	21.2	13.8	-34.9%	1.0	-1.1	-
600054.SH	黄山旅游	3.1	1.3	-58.8%	0.7	-0.8	-
002033.SZ	丽江股份	1.3	0.4	-67.9%	0.2	-0.3	-
000888.SZ	峨眉山 A	2.1	1.5	-30.2%	0.3	0.4	32.1%
603136.SH	天目湖	1.5	0.6	-62.4%	0.5	-0.2	-
000430.SZ	张家界	0.9	0.1	-89.0%	0.0	-0.6	-
000978.SZ	桂林旅游	1.0	0.2	-77.2%	-0.1	-0.7	-
603199.SH	九华旅游	1.5	0.8	-44.6%	0.4	0.1	-84.3%
603099.SH	长白山	0.4	0.2	-46.2%	-0.3	-0.3	18.3%
002159.SZ	三特索道	1.6	0.6	-64.0%	0.2	-0.2	-
600706.SH	曲江文旅	3.4	2.0	-42.2%	0.0	-0.5	-

数据来源：公司财报，华龙证券研究所

4.2. 修炼内功承接需求释放后的行业复苏机会

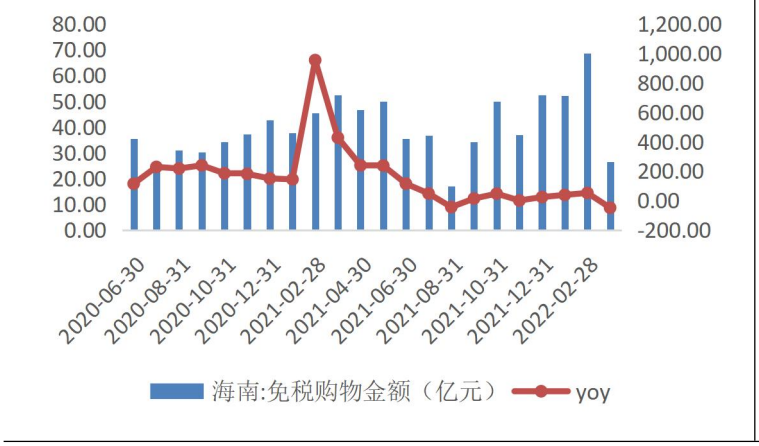
景区旅游经营模式不断转型升级，收入来源从单一门票转向综合旅游收入。常态化疫情防控期间，旅游心理、偏好、方式等均产生较大变化。一是，催生了新的旅游需求，叠加出境游受限，高端度假需求明显回流，滑雪、潜水、登山等主题旅游兴起。二是，传统的观光旅游已经难以满足游客日益多元化、个性化的消费需求，私家团、定制游、自驾游、露营游、短途游、夜游、乡村游等成为新常态，景区消费也从门票转向园内玩乐体验产品。比如，露营热度不断攀升，根据艾媒咨询数据，2014-2021 年国内露营营地市场规模从 77.1 亿元猛增至 299 亿元，预计 2022 年增速达 18.6%，市场规模达到 354.6 亿元。携程数据显示，2022 年春节假期超八成游客选择在本地逛景区，本地酒店订单量占比约为 60%，清明假期各地接待游客中省内游客占比 94.9%，创常态化疫情防控以来新高。三是，在

休闲度假需求越发强烈与供给端仅 20%休闲度假景区占比错配的背景下，多家旅游景区疫情期间修炼内功，升级改造，蓄势待发，包括文旅深度融合发展，一站式度假旅游服务等等。比如彝族刺绣、傣族慢轮制陶、丽江东巴造纸等非遗旅游体验项目应运而生；山水实景演出、主题公园文旅演艺类表演不断丰富等。将景区打造成汇集自然观光、休闲养生、会议商务、演艺欣赏等众多功能的一站式旅游目的地。

5. 免税：受益自贸港新发展预期，免税购物长线逻辑不改

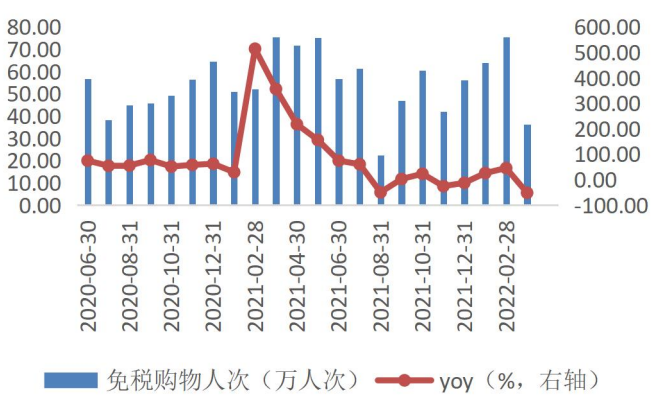
短期受到疫情扰动，出行限制，影响业绩下滑，购物人次成为驱动增长的主要动力。2021 年，尽管受疫情影响，口岸免税基本停滞，海南客流恢复迟滞，但在海外消费回流叠加免税政策支持共同作用下，10 家离岛免税店销售额 601.73 亿元，同比增长 84%。据海口海关统计，离岛免税销售额 495 亿，同增 80%，购物人次 671 万，同增 50%，客单价 7368 元，同增 20%，购物转化率约 12%。2022Q1 海南整体离岛免税销售金额 147 亿元，同比增长 8.4%，购物人数 176 万人次，同比小幅下降 1.6%。分单月看，1-2 月离岛免税业绩表现超预期，实现免税购物金额 52 亿/69 亿元，分别同比增长 37.7%/51.1%，购物人数 64 万人次/76 万人次，分别同比增长 25.5%/45.2%；3 月份，明显受到疫情冲击，离岛免税销售额同比下降 49.6%至 26 亿元，购物人数同比下降 52.1%至 36 万人次。

图 28：海南离岛免税月度购物金额



数据来源：海口海关，华龙证券研究所

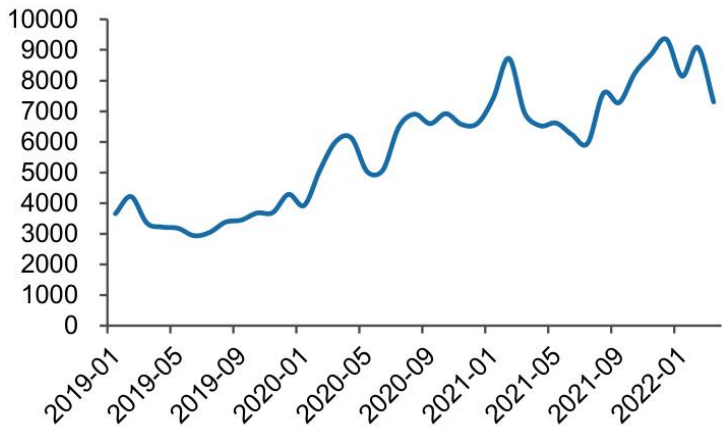
图 29：海南离岛免税月度购物人次



数据来源：海口海关，华龙证券研究所

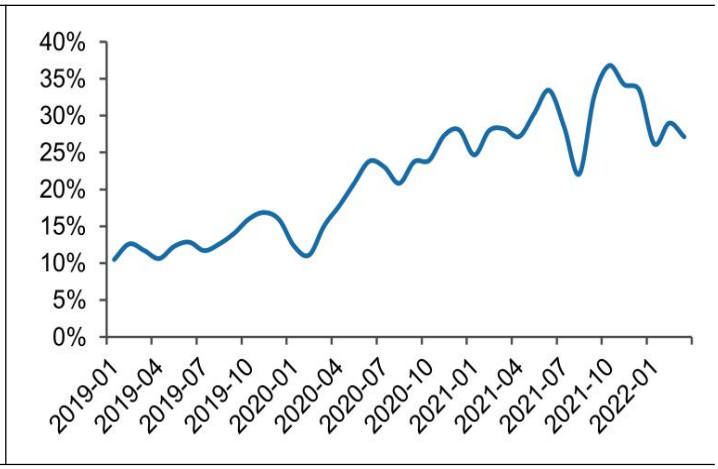
客单价与渗透率呈现上升趋势，量价驱动免税增长。从客单价看，2022Q1 免税购物客单价 8374 元/人次，同比提升 10.2%；从渗透转化率看，2022Q1 渗透转化率为 27.5%，同比增加 0.5%；从客流量来看，2022Q1 海南旅客吞吐量 1235.6 万人次，同比下降 2.6%，其中 1-2 月海南旅客吞吐量为 484.5 万人次/513.9 万人次，分别同比增长 28.4%/41.3%；3 月受疫情影响，旅客吞吐量同比下降 55.0%。随着各地疫情逐步得到控制、海南旅游全面复苏、政策红利持续释放、海外持续消费回流，海南离岛免税市场规模将持续扩大。

图 30：海南离岛免税月度购物客单价（人/元）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 31：离岛免税购物人次较离港旅客量的渗透率（%））



数据来源： iFinD，华龙证券研究所

图 32： 海南接待游客人数情况

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

中国免税行业中长期空间明确，增速仍将领跑消费子行业。国内双循环大背景下，促进海外消费回流、不断加强免税购物渠道的便利性、扩大国内市场需求，特别是免税政策持续落地等将对免税购物市场规模增长形成坚定支撑，疫情带来短期扰动，使得业绩承压，但是国内免税消费潜力巨大，长期增长趋势不改。自 2020 年 7 月起，海南离岛免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元，取消了单件商品免税额度规定，大幅减少了单次购买数量限制的商品种类；4 月 25 日国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，其中提到完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店，为疫后快速推进做准备；部分重奢品牌存在落地海南的预期，若落地则将产生较强的引流效应。根据沙利文的预测，中国市场免税品销售规模将于 2025 年达到 2519 亿元，2022-2025 年复合年增长率为 39%。其中，离岛免税市场 2025 年免税销售规模为 1868 亿元，2022-2025 年复合年增长率为 34%。

6. 投资建议与重点个股

6.1. 投资建议

一般情况，消费复苏由供需两端决定。供给端更多关注行业竞争格局与个股业绩弹性，比如酒店业的中高端化趋势，行业出清后集中度提升，景区旅游中休闲度假一体化服务需求与供给存在错配等等使得龙头企业被动享受市占率，同时疫情期间升级改造、逆势扩张等内功修炼为疫后复苏奠定增长基础，有望承接更多出行消费需求的释放。需求端更多影响来自疫情演变情况，在本轮疫情于 4 月 28 日出现拐点后，叠加在防疫政策调整，更利于经济发展的背景下，我们判断下半年线下消费场景约束有望解除，服务型消费需求有望触底回升，带动社服板块业绩回暖。我们对于下半年板块的核心驱动因素的预期主要放在业绩二次触底后的复苏上面，以及消费刺激政策与行业纾困政策落地上面，我们判断随着线下接触性消费需求释放与相关刺激政策落地，社服板块业绩将有望重回复苏通道，实现业绩修复，驱动估值回升，具备业绩驱动估值修复的投资机会。

酒店：2022 年下半年，在疫情影响减弱，线下消费需求有望回暖的背景下，龙头酒店存在业绩驱动估值回升的机会。主要逻辑在于：一是，疫情冲击，中小供给出清，行业集中度进一步提升，龙头逆势扩张，优化结构，更具竞争优势，马太效应较强；二是，ADR 率先企稳回升，疫情缓解后随着 OCC 回升进一步对 ADR 形成催化，同时二者共同驱动 RevPAR 回升，进而助推业绩增长；三是，国内连锁化率提升空间仍较大，长线发展逻辑顺畅，轻资产扩张、会员系统规模扩增仍在延续，市占率与品牌效应得到强化。建议关注拿店翻牌能力更强的标的，才能在复苏期享受更大业绩弹性。推荐锦江酒店、首旅酒店，关注君亭酒店。

景区旅游：中长期来看，我国旅游消费整体不改长期向好增长态势，旅游收入和出行人次保持持续增长，收入增长仍然具备较大空间。短期来看，景区旅游业绩预计再度筑底，在疫情不减居民旅游意愿，叠加从国家到地方的新一轮文旅业纾困政策陆续出台，国内旅游市场有望实现较快恢复，景区业绩有望再回复苏通道。看好下半年休闲度假游的疫后复苏反弹，具备资产质量高、异地复制能力强的人工景区与文化演艺，以及内生外延增量、业务模式优良、成本费用控制较好的休闲度假景区值得关注，推荐宋城演艺、天目湖、峨眉山 A、中青旅。

免税：国内免税在潜在消费回流、渠道便利创新、价格竞争优势、政策红利支持等多方面因素的催化下，已经逐步走在了全球的前列，这将进一步提升游客购物的转化率和客单价水平，实现量价双驱动刺激国内免税市场规模的进一步增长。推荐中国中免，关注王府井。

6.2. 重点个股及盈利预测

锦江酒店（600754.SH）

基本面：公司 2022Q1 实现营收 23.22 亿元，同比增长 0.97%，归母净利润亏损 1.20 亿元，扣非净利润为亏损 2.18 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 9052.26 万元，比上年同期增加现金净流入 5.87 亿元。酒店业

务收入22.64亿,同比增长6.14%,其中境内/境外收入分别为16.91亿/5.72亿，同比增长分别是-8.23%/+46.12%。境内疫情持续扰动，防控升级对核心区酒店经营产生冲击。2022Q1,境内中端/经济型/整体RevPAR同比下滑15.89%/3.73%/10.69%，恢复至2019年的64.65%/65.46%/72.62%水平，韧性好于行业整体。2022Q1中国酒店平均RevPAR仅为2019年的61%。整体业绩表现来看，源于境外疫情影响边际趋弱，境外收入明显改善，2022Q1境外整体RevPAR恢复至19年的79.77%。

公司优势：公司疫情期间逆势扩张，在本身存在供给端出清、行业集中度提升的基础上市占率获得进一步提升，同时实现区位结构优化。公司2022Q1新开店232家，净开店144家。同时公司轻资产战略稳步推进，加盟店增长148%，直营店下降4%，并且结构持续换挡升级，一季度中端酒店净增142家，占比较2021年底提升0.63%至52.61%。中端品牌维也纳/丽枫/希岸分别净开70/15/13家。另外，公司持续推动数字化转型，实施精细化管理，降低管理成本，销售费用环比改善明显。一季度销售费用率环比下降2.98%至6.84%。短期受到疫情扰动，业绩复苏有所承压，但是随着下半年疫情影响环境，业绩再回复苏通道机会较大。长期看，随着深化改革，品牌价值持续提升，市占率稳定增长，连锁化下沉市场逐步推进等将有望催动盈利能力稳步上行。

业绩预测与估值：基于相对估值，参考同行业可比公司PE值，我们预计2022/2023/2024年归母净利润5.32/17.44/24.12亿元，EPS分别为0.5/1.72/2.25，对应PE为164/31/24倍。考虑到公司龙头地位稳固，扩张行业领先，品牌优势持续升级等因素，给予2023年35倍的估值，对应目标价60元。给予“买入”（维持）评级。

宋城演艺（300144.SZ）

基本面：2022年Q1实现收入8530.4万元，2021年同期为3.06亿元，同比下滑72.16%；归母净利润亏损3858.6万元，2021年同期实现归母净利润1.32亿元，同比下滑129.15%。2022一季度业绩出现较大幅度下滑的主要原因系本轮疫情带来的影响较为严重。由于旅游行业作为环境变化高敏感性行业，疫情爆发对业绩冲击较大，复苏承压。但是整体行业仍处于

波动式复苏趋势中，公司业绩经历回落后亦处于复苏周期，多数项目收入恢复至 2019 年同期 4-5 成水平，随着下半年疫情影响边际减弱，业绩增长确定性较高。

公司优势：“主题公园+旅游演艺”独创模式优势显著，市场份额占比近半。从行业统计数据来看，2014-2019 年，中国旅游演出剧目票房 CAGR 达 20.3%，2019 年末票房达到 68.02 亿元。综合来看，主题公园旅游演艺商业模式最优、占比最高、增长最快，票房占比从 2014 年的 31%快速提升至 46.8%。宋城系主要以室内演出及一体化运维打造差异化竞争。投资规模不大，容易异地复制；节目创新迭代快，并融入当地特色文化，具有差异化输出效果；不易受到天气、单日场次等限制，灵活可控；一体化运维，具有成本优势、规模优势、创作优势。另一方面，疫情期间，公司加强内功修炼，实施软硬件升级改造，为疫情缓解后全面运营做好准备。杭州本部增加剧院类型及数量，设有两个可分别容纳 3500 人的大型剧院，2020 年新增 10 个室内外剧院、1 万余个座位数；推出了悬崖剧院、森林剧院、走动式剧院、水上看台等风格各异的剧院等等。而且，第二轮异地扩张项目将于未来 2-3 年进入业绩爆发增长期，具备业绩高增长预期。

业绩预测与估值：公司发展空间巨大，发展模式清晰，竞争优势显著、扩张成长能力强，业绩复苏韧性强，具备未来投资价值。预计公司归母净利润分别为 4.31/10.83/15.26 亿元，2022-2024 年同比分别增长 37%/151%/41%，EPS 分别为 0.16/0.41/0.58，对应当前股价的 PE 分别为 78/31/22 倍。未来估值中枢将有望稳定在 35X 左右，综合考虑公司具备较强业绩弹性，我们给予 2023 年 31 倍 PE ，给予“买入”（维持）评级。

中国中免(601888.SH)

基本面：公司 2021 年实现营收 676.76 亿元/+28.67%，归母净利润 96.54 亿元/+57.23%；2022Q1，公司实现营收 167.83 亿元/-7.45%，归母净利润 25.63 亿元/-9.99%，其中 1-2 月公司受疫情影响较小，同期实现营收 131 亿元/+约 20%，归母净利润 24 亿元/+20%，3 月疫情下公司经营明显承压，3 月实现营收 36.83 亿元/-49%，归母净利润 1.63 亿元/-9.99%。2022M1-M2 盈利能力明显回升，但 3 月疫情再次反复，一定程度上拖累 2022Q1 表现。

公司优势：参考海口美兰机场官方数据，2021 年 4-5 月国内疫情平稳期，海南过夜旅客人次同比 2019 年增长 5%，说明，随着国内疫情缓解，海南游客数量持续恢复，基于此我们预计随着上海疫情 4 月份拐点出现，下半年疫情有望缓解的情况下，被抑制的消费需求或将释放，将有望直接带动海南离岛免税销售额增速向好。公司中长期业绩增长确定性较高。一方面，公司可凭借海南+机场+市内全方位渠道优势，海南与出境游会员、内地与港澳会员、线下与线上会员体系等全方位互通，将有效联动 4000 万人次的海南客流市场与 1.55 亿人次出境客流市场，市场空间更加广阔，机会大于挑战。另一方面，公司持续整合线上业务，打通多业务的数字化系统逐步上线，完成了仓储体系整体规划及海南一体化供应链方案，并加深品牌合作和新品牌的开拓，不断强化强化自身在品牌合作、供应链建设和全国免税渠道布局方面的优势，运营能力持续增强，为其面对更为激烈的国内和国际免税市场竞争奠定基础。

业绩预测与估值：我们认为中国中免基本面呈现触底迹象，市场悲观预期和情绪已通过公司股价回调得到了较充分释放。下半年是旅游旺季，消费需求有望释放，预计 2022Q3-Q4 公司业绩将逐渐改善，市场对公司的业绩预期和估值有望迎来上修。预计 2022/2023/2024 公司营收分别为 816 亿元/1104 亿元/1386 亿元，归母净利润分别为 108 亿元/149 亿元/187 亿元,EPS 分别为 5.53 元/7.66 元/9.62 元,当前市值对应 PE 分别为 35/28/20 倍。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价格是 230 元，给予“买入”（维持）评级。

风险提示

宏观经济下行风险。旅游消费属于可选消费行业，受宏观经济影响显著，若宏观经济下行居民收入水平下滑，将影响可选消费需求，从而影响相关企业的经营业绩。

疫情爆发超预期。疫情反复导致行业复苏不及预期。疫情的反复将会大大影响居民出行，抑制商旅和休闲旅游需求，从而影响酒店、餐饮、旅游等企业的经营业绩。

政策效果低于预期。社服板块受疫情直接影响，是今年纾困政策的重

点帮扶领域，目前各地方政策也陆续落地，若后续各项纾困政策未按计划执行，帮扶效果将低于预期。

其他风险。自然灾害、极端天气等突发事件影响旅游和堂食需求，导致行业业绩不及预期。

表 5：重点个股盈利预测

证券代码	证券名称	评级	市值（亿元）	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601888.SH	中国中免	买入	3846.38	4.94	5.53	7.66	9.62	69.77	35.61	27.73	20.48
600754.SH	锦江酒店	买入	515.40	0.10	0.50	1.72	2.25	568.95	163.76	31.15	24.09
300144.SZ	宋城演艺	买入	338.34	0.12	0.16	0.41	0.58	-21.37	78.57	31.25	22.18
600258.SH	首旅酒店	增持	257.69	0.06	0.31	0.91	1.17	-59.08	73.91	25.30	19.61
600138.SH	中青旅	增持	80.35	0.03	0.28	0.65	0.85	-32.37	39.28	16.96	13.03
301073.SZ	君亭酒店	增持	59.56	0.56	0.55	1.11	1.53	78.83	89.95	44.56	32.20
603136.SH	天目湖	增持	46.95	0.28	0.30	0.74	0.93	59.81	85.11	34.02	27.23
000888.SZ	峨眉山A	增持	38.68	0.03	0.06	0.37	0.45	-90.28	117.25	19.73	16.16

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 个 月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

兰州	北京	上海
地址：兰州市城关区东岗西路 638 号甘肃文化大厦 21 楼	地址：北京市西城区金融大街 33 号通泰大厦 B 座 6 层	地址：上海市普陀区大渡河路 168 弄 31 号 703 室
邮编：730030	邮编：100033	邮编：200000
电话：0931-4635761		
邮箱：hlzqyjs2021@163.com		