

社会服务行业 8 月投资策略

暑期出游需求活跃 复苏在波动中前行

超配

核心观点

维持“超配”评级。7月以来在防控政策不断优化背景下，暑期出游意愿强烈，且2021年下半年低基数效应凸显。虽然短期疫情仍有间断散发，但旅游需求更倾向不同目的地调配。随行情继续深入，接下来逐季的经营验证也将影响23年预期。立足3-6个月、兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、九毛九、海伦司、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、中青旅、中教控股、北京城乡、科锐国际、广州酒家、同程旅行、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来1-3年时间维度，立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、九毛九、海伦司、君亭酒店、中教控股、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S、海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

7月板块跑输大盘。7月社服板块下跌10%，跑输大盘3pct，主因疫情反复影响，部分前期涨幅较高的中小市值标的回调，锦江酒店相对抗跌。

免税：7月海南免税店销售额同增21%，中免披露中报业绩快报。7月海南离岛免税店销售额同比+21%，其中免税销售额+9%。中免发布中报业绩快报，上半年收入277亿元/-22%，归母业绩39亿元/-26%，虽然3-5月承压，但6月公司收入+13%，开启复苏。上半年毛利率维持34%左右，环比提升5.5pct，促销力度相对可控，同时白云机场租金冲回部分对冲业绩下滑。

酒店龙头披露中期业绩预告，6月经营开始恢复。锦江酒店预计中报亏损1.1-1.5亿元，扣非亏2.43-2.83亿元；估算Q2业绩亏0.3亿-盈利1000万，扣非亏损0.25-0.65亿元，疫情反复下亏损相对可控，预计与其国内6月复苏较快+海外Q2加速复苏相关。首旅酒店2022年中报预计亏3.6亿-4.2亿元，扣非业绩亏4.1-4.7亿元，估算Q2亏损1.28-1.88亿元，扣非亏损1.51-2.11亿元，直营店刚性成本拖累业绩表现。华住Q2境内在营酒店恢复69%，其中6月境内RevPAR恢复至86%，开启复苏，海外基本接近疫情前。

上半年国内游恢复不到5成，暑期亲子游表现较为靓丽。上半年国内游人数和收入分别恢复47%、42%，其中二季度国内游人次恢复48%。7月以来暑期亲子游表现较突出。宋城演艺7月初成熟项目复园，丽江项目表现靓丽，杭州本部积极拓展周边游市场。6月国内餐饮收入-4%，环比明显改善。

风险提示：自然灾害、疫情、政治等系统风险；政策风险；收购低于预期等。

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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601888	中国中免	买入	200.45	391,374	4.49	7.12	44.64	28.15
600754	锦江酒店	买入	60.81	65,069	0.36	1.79	168.92	34.07
600258	首旅酒店	买入	20.19	22,641	0.27	0.92	74.78	21.95
300144	宋城演艺	买入	12.40	32,422	0.15	0.49	82.67	25.31
9869.HK	海伦司	买入	11.20	14,192	0.13	0.42	74.25	26.67
9922.HK	九毛九	买入	15.20	22,099	0.41	0.69	37.07	22.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海外复苏跟踪系列：美国餐饮行业复苏启示录》——2022-08-02

《社会服务行业双周报（第36期）-三亚暑期客流接近疫前 杭州亚运会明年9月举行》——2022-08-01

《社会服务行业双周报（第35期）-鼓励出游政策频发，海底捞拟分拆海外业务上市》——2022-07-18

《海外复苏系列之欧美在线旅游龙头：线上渗透提速 复苏期股价高弹性》——2022-07-15

《社会服务行业7月投资策略暨中报前瞻-鼓励出游信号明显 暑期行情有望升温》——2022-07-10

内容目录

8 月观点.....	4
板块复盘：疫情反复下 7 月板块跑输大盘 3%.....	4
疫情反复下，7 月社服板块跑输大盘 3%.....	4
子行业：6-7 月旅游出行逐步趋于复苏.....	5
免税：7 月海南免税店销售同增 21%，中免披露中报业绩快报.....	5
酒店：二季度龙头均有承压，6 月好转，7 月行业信心有所回暖.....	9
宋城演艺：成熟项目 7 月初开启复园，丽江表现亮眼.....	10
国内游：上半年国内游恢复不到 5 成，暑期复苏有望提速.....	11
出境游：国际航班有所增加，入境隔离时间缩短.....	12
餐饮：6 月行业收入同比明显改善，超过疫情前水平.....	13
博彩：7 月澳门博彩赌收同减 95%，公开竞投委员会设立.....	14
风险提示.....	15
免责声明.....	17

图表目录

图 3: 海南离岛免税销售额月度变化趋势 (截止 7 月)	5
图 4: 消博会期间销售额大幅增长	5
图 5: 中国中免收入和归母业绩季度变化	6
图 6: 中国中免整体毛利率情况	6
图 7: 全球旅游零售销售额排名 (百万欧元)	7
图 8: 韩国免税消费较 2019 年恢复情况 (本国及外国人)	7
图 9: 韩国免税客单价同比变动情况	7
图 10: 华住集团 2022Q2 整体和同店 RevPAR 同比变动情况	9
图 11: 华住集团各类酒店数量及占比	9
图 12: 三大酒店龙头 RevPAR 月度恢复趋势 (部分系估算)	10
图 13: 全国综合景气指数	10
图 14: 2021 年以来酒店行业 RevPAR 变化趋势	10
图 15: 宋城演艺每日场次情况	11
图 16: 宋城演艺千古情场次情况	11
图 17: 上半年全国出游人次较 2019 年恢复 47%	12
图 18: 上半年国内旅游收入较 2019 年恢复 42%	12
图 19: 上半年国内游客单价较 2019 年恢复约 89%	12
图 20: 上半年国内旅游收入较 2019 年恢复 42%	12
图 21: 6 月香港游人数较 19 年同期下滑 99%+	13
图 22: 6 月澳门游人数较 19 年同期下滑 84.0%	13
图 23: 国内餐饮行业月度表现	14
图 24: 国内限额以上餐饮收入表现	14
图 25: 澳门博彩毛收入月度表现	14
图 26: 2021-2022 年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况	14
表 1: 韩免运营商陆续推出海外线上直邮平台	8
表 2: 免税行业近期相关资讯一览	8
表 3: 2 月起多国放开防疫措施和入境限制	13

8 月观点

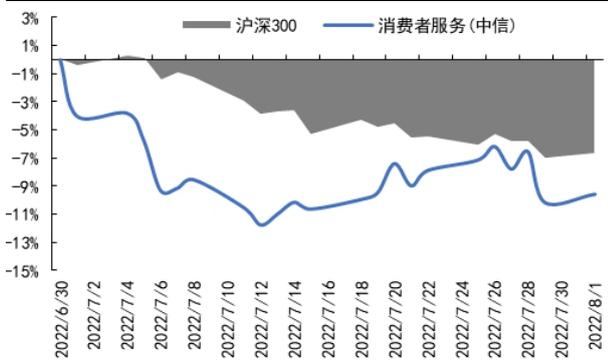
维持“超配”评级。7月以来在防控政策不断优化背景下，暑期出游意愿强烈，且2021年下半年低基数效应凸显。虽然短期疫情仍有间断散发，但旅游需求更倾向不同目的地调配。随行情继续深入，接下来逐季的经营验证也将影响23年预期。立足3-6个月、兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、九毛九、海伦司、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、中青旅、中教控股、北京城乡、科锐国际、广州酒家、同程旅行、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来1-3年时间维度，立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、九毛九、海伦司、君亭酒店、中教控股、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S，海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

板块复盘：疫情反复下7月板块跑输大盘3%

疫情反复下，7月社服板块跑输大盘3%

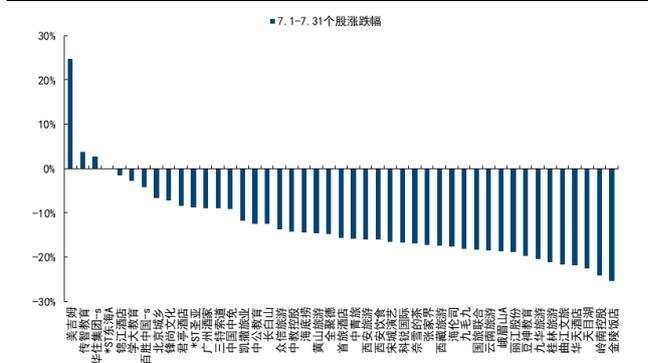
7月社服板块下跌10.17%，疫情反复下板块跑输大盘。7月社服板块整体下跌10.17%，跑输大盘3.15pct（沪深300指数下跌7.02%）。6月随着防控政策逐步松绑和暑期临近，社服板块较快反弹。但7月上旬国内部分区域疫情有所反复，社服板块随大盘调整明显回调，7月中下旬伴随各地疫情好转、国产特效药上市、政策边际优化等板块反弹；7月底则再次有所反复。

图1：2022年7月板块跑输沪深300指数3.15pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2022年7月个股涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

7月个股多数调整，6月涨幅较高的中小市值标的本月回调较显著。从个股来看，板块前期涨幅较多的部分中小市值景区或酒店等标的有所回调，其中，金陵饭店（-25.44%）、岭南控股（-24.19%）、天目湖（-22.61%）、华天酒店（-21.79%）、曲江文旅（-21.71%）、桂林旅游（-21.19%）、九华旅游（-20.54%）、豆神教育（-19.75%）、丽江股份（-18.89%）、峨眉山A（-18.65%）、云南旅游（-18.43%），景区股承压明显。与此同时，7月仅3支个股上涨：美吉姆（+24.68%）、传智教育（+3.83%）、华住集团（+2.63%），跌幅居前的个股包括：前期反弹较多的中小市值标的明显回调。其中，权重股锦江酒店相对抗跌（-1.79%），中国中免（-9.24%）则因海南疫情阶段波动。

子行业：6-7 月旅游出行逐步趋于复苏

免税：7 月海南免税店销售同增 21%，中免披露中报业绩快报

海南跟踪：7 月海南免税店销售额同增 21%，短期三亚疫情扰动不改中线趋势

7 月海南离岛免税店销售额同比增长 21%，消博会期间日均 2 亿元。2022Q2 海口海关共监管离岛免税品销售额 64.43 亿元/-51%，整体承压，但从月度趋势来看，逐月边际好转，结合海关数据，4-5 月离岛免税销售额各下滑 77%、55%，6 月复苏明显提速，同比下滑 11%。7 月以来，海口、三亚机场进出岛旅客持续恢复，其中 7.1-7.22 三亚机场吞吐量已经恢复到疫情前的 86%，近日已基本恢复到疫前水平；海口美兰机场 7 月上旬日均旅客吞吐量恢复至疫前 7-8 成，中旬受散发疫情影响阶段回落至 3-5 成，下旬机场旅客吞吐量回升至 6-7 成。在海南促消费政策支持+消博会等系列活动催化下，海南免税店销售表现靓丽。**根据海南省商务厅数据，7 月海南离岛免税店销售额超 50 亿元/+21%，同比已转正**，消博会期间日均近 2 亿元。其中，免税销售额 40.67 亿元/+9%，免税购物人数 66.21 万人次，免税购物件数 420.5 万件，进店人数 253.5 万人次，对应转化率 26%。

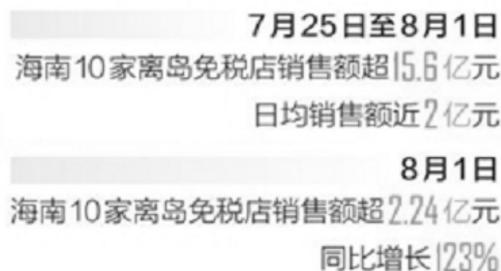
8 月后基数压力有望逐步缓解，虽然短期海南疫情有所反复，但展望后续，我们仍预计海南离岛免税未来中线表现值得期待。8 月 1 日延续此前复苏态势，海南 10 家离岛免税店销售额超 2.24 亿元/+123%，免税销售超 1.46 亿元/+64%，购买人数 2.34 万人次/+28%，购物件数 14.8 万件/+72%。虽然 8 月初三亚疫情有所反复，但预计仅短期扰动，一旦疫情控制，在海南各项促消费措施和离岛免税整体吸引力提升基础上，其未来中线表现仍然值得期待。

图3：海南离岛免税销售额月度变化趋势（截止 7 月）



资料来源：海口海关，海南省商务厅等，国信证券经济研究所整理

图4：消博会期间销售额大幅增长



资料来源：海南日报，国信证券经济研究所整理

中国中免披露中报业绩快报，2021 年蝉联全球最大旅游零售商

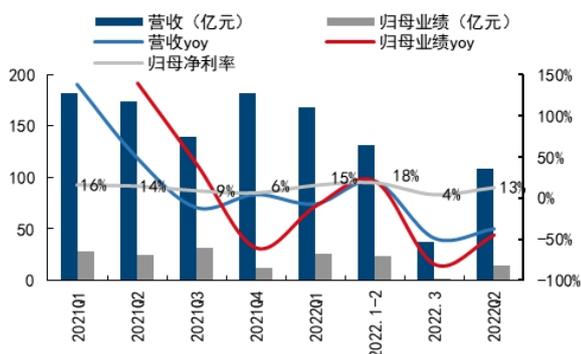
中国中免发布 2022 中期业绩快报。2022H1 公司实现收入 276.51 亿元/-22.17%，实现归母净利润 39.38 亿元/-26.49%，扣非归母净利 39.28 亿元/-25.4%，略好于我们此前业绩前瞻的预测（我们业绩前瞻预计中报为 37.39 亿元），考虑 3-5 月疫情影响，上述表现仍难能可观。公司上半年扣非净利率 14.21%。EPS2.01 元。2022Q2 公司实现收入 108.68 亿元/-37.51%，归母净利润 13.74 亿元/-45.21%，扣非归母净利 13.69 亿元/-43.67%，扣非净利率 12.64%（上述同比均为上年追溯后数据），虽然较 Q1 的 15.25%略有下降，且有白云机场租金冲回影响（我们初步估算影响 6-7 亿元），但考虑 4-5 月的经营压力，总体仍相对良好。

由于 3-5 月国内疫情反复，海南客流明显承压，对应单月海南机场离岛人数同比

下降 56%、79%、66%，上半年累计下滑 37%，上海物流关闭 39 天，以上都对公司 Q2 业绩产生了直接不利影响。但公司 6 月销售环比大幅提升，同比+13%，显示较快恢复势头。

促销力度趋于理性+品类结构优化，上半年毛利率环比提升 5.5pct。公司上半年毛利率较去年下半年（28.5%）环比提高 5.5 个百分点至 34%，并持续保持稳定，初步估算 Q1\Q2 毛利率均为 34%左右，基本相当，其中 Q2 线上占比阶段提升，我们认为一是公司大幅收紧线上线折扣（线上产品结构相对优化降低毛利率冲击），二也体现公司积极主观进取多元优化的成效。

图5：中国中免收入和归母业绩季度变化



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国中免整体毛利率情况



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

短期新海港项目 930 开业有望带来新看点。中免海口新海港项目预计今年国庆前推出，明年中海棠湾一期 2 号地有望推出，有望带来海南新看点。**中免海口国际免税城新海港项目未来有望成为亚洲最大的国际免税商业综合体**，目前已规划有全球最大的威士忌博物馆，多家国际大牌旗舰店和首店，兼顾高端购物与休闲体验需求，截止今年 4 月已确认的合作品牌预计 500 家以上，未来开业品牌数或有望超过 800 家，预计今年十一前有望推出。而**中免海棠湾一期 2 号地预计 2023 年 6 月竣工有望开业**，未来精品香化丰富甚至高奢品牌有望进驻。综合来看，伴随未来中免海口免税城、三亚海棠湾一期 2 号地先后开业，结合海口、三亚机场免税扩容，海南离岛免税店经营面积有望进一步扩容至近 50 万 m²，海南免税有望积极扩容蛋糕，而其中中免布局近 30 万 m²，系近 1-2 年海南免税扩容的绝对主力，在扩容海南免税蛋糕的同时，也预计持续强化自身海南市场地位。

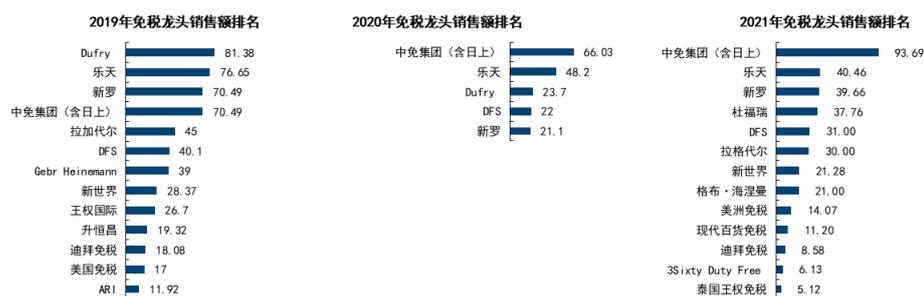
表 1：公司目前海南免税自建项目布局情况

项目名称	总投资	占地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	商业面积(万平方米)	说明
三亚国际免税城	39 亿	8.4	12, 地上 7.2/ 地下 4.8	7	国际免税购物中心，2014 年 9 月开业
河心岛	12 亿	4.8	6.5, 地上 3.5/ 地下 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
海棠湾一期 2 号地	37 亿	10.88	17.25, 地上 10.7/地下 6.55		免税+酒店，计划引入高端奢侈品牌，预计 2023 年 6 月全面竣工。
海口国际免税城	129 亿	32.4	一二期合计约 92.6	47.5 (综合体整体)	海口国际免税城项目位于西海岸新海港东侧，系未来海南自贸港的核心港口枢纽所在，战略地位凸显，规划占地面积 675 亩，总建筑面积约为 92.6 万平方米，是集免税商业、办公、酒店、人才公寓、休闲、文旅为一体的“世界级度假型商业街区”，建成后将成为亚洲最大的国际免税商业综合体。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；二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店，开发期限为 42 个月，2022 年 4 月 3 日，该项目免税商业中心造型屋面完成合拢，预计 2022 年国庆前推出。

资料来源：公司公告，中国土地市场网，DFE 等，国信证券经济研究所整理

赴港融资推进有望持续夯实产业链和渠道布局，中线巩固全球龙头地位。回顾中免赴港上市进程：2021年6月25日，中国中免首次向港交所递交招股说明书，同年11月通过聆讯，后决定暂缓香港IPO。今年6月30日，中国中免再次向港交所递表。据IPO早知道消息，公司计划8月寻求通过港交所聆讯，最快9月正式在港挂牌上市，中金公司和瑞银集团担任联席保荐人，早前计划拟通过本次IPO募集20至30亿美元。若落定虽短期略有摊薄但预计相对可控（按8月1日收盘价和汇率估算，预计摊薄仅4-6%，相对较低），且公司不排除引入战投（7月29日泸州老窖发布公告称，拟作为基石投资者参与中国中免港股IPO发行，投资金额为8000万美元）、布局产业链等有效加速中线发展。

图7：全球旅游零售销售额排名（百万欧元）

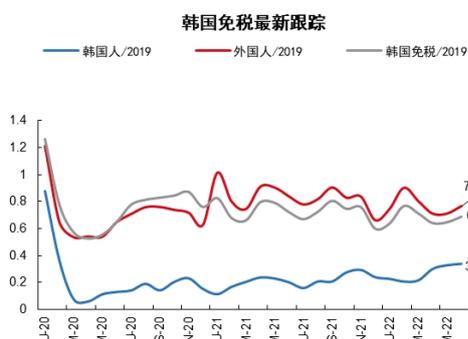


资料来源：《穆迪戴维特报告》，免税零售专家，国信证券经济研究所整理

韩国免税：6月销售额同比下滑5%，免税运营商陆续推出海外线上销售平台

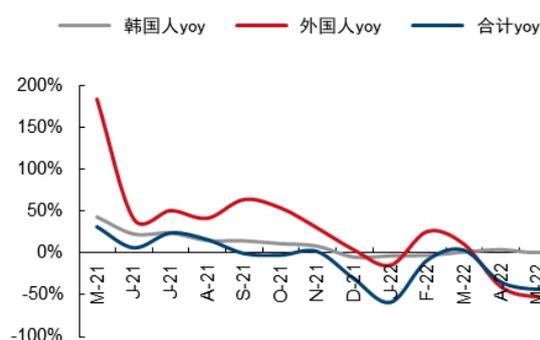
韩国6月免税销售同比下滑4.6%，中国赴韩游客同比略降1.6%。2022年6月韩国免税约11.46亿美元/-4.57%（约76亿元RMB），恢复至2019年的69%。其中韩国本地人免税购物额持续复苏，但外国人仍占主导，贡献总销售额的约91%，同比-8%，恢复77%，购物人数同比+77%，客单价同比-48%。根据韩联社，6月访韩外国游客同比增加195.6%，但国人赴韩游客同比略减1.6%，随外国客流复苏，预计线上企业批发代购占比有所收窄，客单价同比相对回落明显。

图8：韩国免税消费较2019年恢复情况（本国及外国人）



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

图9：韩国免税客单价同比变动情况



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

继韩国关税厅于3月通过了“允许在市内免税店面向海外线上销售国产商品的决议，即海外顾客即使无法访问韩国免税店，也可以通过免税店的官网购买国产的免税商品，并通过国际邮政收取”政策后，根据DFE报道，近期韩国三大免税

运营商龙头陆续推出其海外线上销售平台，开展直邮业务。不过，韩免目前也边际也承受如批发模式下门店重启运营的成本压力、品牌商合作态度转变等，且不排除后续国内海关等监管进一步趋严，其后续情况仍需跟踪。

表1：韩免运营商陆续推出海外线上直邮平台

时间	运营商	事件
6月29日	乐天	乐天免税店推出了第一个面向海外国家的销售韩国本土产品的线上销售平台，面向全球主要的线上消费市场，包括新加坡、马来西亚、泰国、美国、日本和中国等9个国家，来自于这些国家的消费者在该平台上消费超过70美元便可免国际邮费。
7月11日	新世界	新世界免税店海外直邮业务在其中文网上商城和APP上同时上线，目前展示商品3000多个，主要品类涉及化妆品、时尚和健康功能食品。中国消费者的订单由菜鸟物流进行配送，其他国家地区由EMS提供服务。
7月13日	新罗	新罗免税店也开通了相同服务，海外消费者无需出境记录即可购买部分韩国商品。菜鸟将提供包括韩国和国际运输、库存和海关管理在内的端到端物流服务。顾客无需额外支付国际运费和税费。

资料来源：免税零售专家，免税视野等，国信证券经济研究所整理

免税资讯：消博会完美收官，海南省继续落实消费券发放

7月25日-30日，由国家商务部和海南省人民政府共同主办的2022年第二届中国国际消费品博览会在海南海口盛大举办，本次展区总面积10万平方米（国际、国内展区分别8万、2万平方米），比首届增加2万平方米。现场共有来自61个国家和地区的1955家企业（包括国际展区1107家、国内展区848家），2800多个消费精品品牌（包括国际展区1643个、国内展区1200多个）参展。消博会期间多个运营商与品牌、渠道等前签署战略合作协议，多方合作助力海南旅游零售发展，具体见下表部分内容。此外，我们整理了2022年7月以来行业其他相关资讯：

表2：免税行业近期相关资讯一览

时间	主体	事项
2022.07	中国中免	中免第二届腕表节于7.22-8.18在三亚国际免税城启动， 开幕当日中免海南地区的日销售额超2亿元 。 去年12月开幕的中免集团澳门旗舰店—cdf 澳门上葡京店推出 智能零售工具 ，包括虚拟现实（VR）等工具。 7月20日，据中免集团柬埔寨免税消息， 柬埔寨国人免税购物政策启动仪式日前在金边举行 。启动仪式上，柬埔寨海关总署副署长表示，柬埔寨国人购物政策是柬埔寨财政部支持免税店经营的一大创新举措，将吸引柬埔寨国人在本国购物，刺激居民消费。该政策启动后， 柬埔寨国人不出境，可在中免三家市内免税店购买免税商品，包含香水、化妆品、手表、箱包、服饰等多个品类 ，包括海蓝之谜、迪奥、雅诗兰黛等40多个高端品牌。 柬埔寨国人可购买单价不低于50美元的产品，每人每年免税购物额度10000美元 。
2022.07	海旅免税	1、与 MCN行业领域知名企业杭州遥望网络科技有限公司达成战略合作意向 ，双方承诺将持续挖掘互联网流量与内容资源，助力海旅免税在企业宣传、直播带货方面创新尝试，加速推动免税行业线上线下融合。 2、与 京东国际正式签署战略合作协议 ，就深化线上线下全渠道一体化共建展开深度合作，基于2021年6月正式上线京东首家线上免税店铺——三亚海旅免税城京东小程序的成功先例，将共同探索开设京东国际跨境健康店、京东国际免税电子生活馆等在内的多家线下免税店及跨境体验店，让客人不用到店即可享受实惠高效的购物体验。 三亚海旅免税城京东小程序今年二季度成交额环比一季度增长了164% ，上线至今的累计销售额位列在京东小程序第一名。
2022.07	海控全球精品	消博会期间，与法国时尚设计师品牌 卡尔·拉格斐(KARL LAGERFELD)签订战略合作协议 第二季度GDF免税城 销售额同比增长约120% ， 免税购物人数同比增长近10% ， 免税购买件数同比增长约155% ，为全省离岛免税市场的复苏注入强劲动力。 酒水从年初的10%左右的占比达到现在的15-18% 。
2022.07	珠海免税	消博会现场与 复豫酒业发展集团 等签定了战略合作协议。
2022.07	Dufry	近期宣布将与旅游餐饮领域的领导者 Autogrill 联合打造一个全新的旅游零售集团 ，重新定义全球旅行体验。双方的联合，将打造一个价值60亿美元（403亿人民币）的新公司。
2022.07	DFS	近日获得了 重庆江北机场国内t3航站楼 的 时尚、手表和珠宝特许经营权 ，期限5年。据悉，DFS将经营13家品牌精品店，占地1500平方米，涵盖时尚、手表、珠宝和配饰等品类。目前重庆江北机场拥有中服免税一家进境免税店以及中免一家出境免税店，DFS将 主打有税市场 ，且品类方面主打时尚、手表、珠宝和配饰，与中免、中服形成差异。
2022.07	海南省政府	海南省商务厅在7月24日举行的新闻通气会上通报称， 海南将追加发放1亿元消费券，“助商惠民，乐享海南”第二轮消费券发放活动将于第二届消博会期间启动 。据悉，此次活动考虑安排60%左右的资金，发放占比较大的离岛免税消费券；安排30%左右资金发放餐饮、零售等领域消费券，满足百姓日常消费需求；安排10%左右的资金发放家电消费券，助力家电消费复苏。
2022.07	三亚市政府	三亚市政府消费券第二季从7月11日起正式发放 ，消费券分为两大板块：“ 心动三亚 ”离岛免税消费券，“ 美好三亚 ”家电消费券。投放对象为岛外主要客源地（疫情低风险地区）游客、三亚市民，消费券最高立减1000元。“ 心动三亚 ”离岛免税消费券适用 cdf 三亚国际免税城、cdf 三亚凤凰国际机场免税店、三亚海旅免税城、国药中服三亚国际免税购物公园等4家离岛免税实体店 。

资料来源：国务院，海口日报、新海南、DFE、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

酒店：二季度龙头均有承压，6月好转，7月行业信心有所回暖

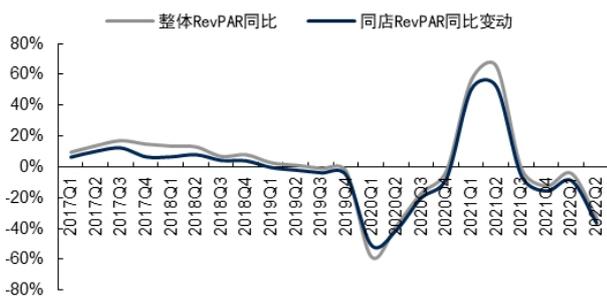
华住披露二季度经营数据：国内经营相对承压但6月好转，境外恢复靓丽

经营数据：6月境内酒店反弹明显，境外已恢复至疫情前。华住集团2022年Q2境内在营酒店（不含征用，Q2累计征用酒店645家）RevPAR为141元/-32.9%，较2019年同期恢复68.6%，其中4-6月分别恢复53%、65%、86%，Q2包括征用酒店的RevPAR恢复75%。6月恢复明显提速。2022年二季度ADR为218元/-14.5%，较2019年同期-7.8%；入住率为64.6%/-17.7pct，较2019年同期-22.3pct。境内在营同店方面，RevPAR同比-36.2%，ADR-16.7%，OCC-19.9pct；与19Q2相比，在营同店RevPAR恢复59.6%，ADR-16.3%，OCC-25.9pct。海外恢复加速，Q2境外酒店RevPAR为66欧元/+233.3%，ADR+35.5%，OCC+35.4pct。今年1/3/6月，境外酒店RevPAR分别恢复至47%/65%/99%，6月基本接近疫情前水平。

门店数据：疫情影响下开店放缓，结构升级。2022Q2公司整体新开274家，净开188家，其中经济型/中端/中高端/高端奢华/其他各净增50/112/22/3/1家，境内新增269家，同比放缓（2020Q2/2021Q2分别新开428/399家），关店86家，净增183家（2020Q2/2021Q2分别净增233/243家）；境外DH净开5家（新开5家，关店0家）。截止2022Q2，华住集团拥有酒店8,176家，客房773,898间，境内酒店8,051家（经济型/中高端占60%/40%；自营/加盟占8%/92%），客房748,942间。境内储备签约店2,199家，较22Q1底减少27家。境外DH酒店125家（自营79家/加盟46家），客房24,956间，境外储备店37家。

成立六大区域公司，深耕本地市场。根据澎湃新闻报道，华住集团自去年成立南方、华西子公司后，今年将组织架构调整至华北、华西、南方、华东、华中、东北六大区域公司，深耕本地市场；同时，通过将原来基于品牌的垂直营销策略调整至跨品牌统一营销策略，对疫情影响程度不同的各个区域进一步实现针对性营销，挖掘本地需求，整体有助于推进下沉战略布局。

图10：华住集团2022Q2整体和同店RevPAR同比变动情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：华住集团各类酒店数量及占比



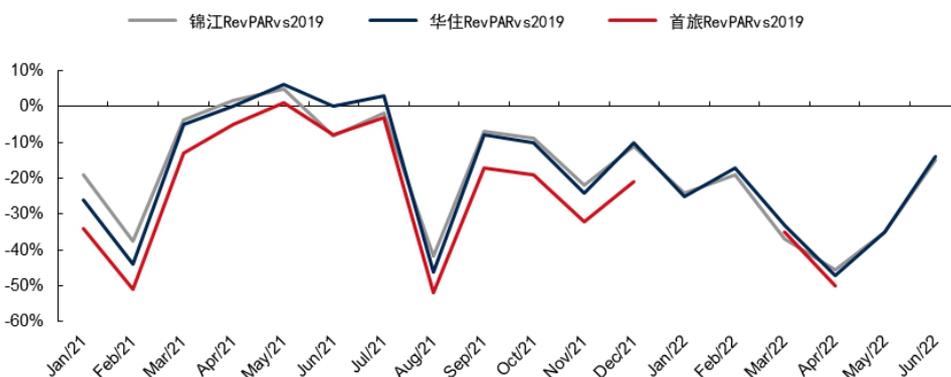
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

A股酒店龙头发布中报业绩预告：锦江Q2略有亏损，首旅相对承压

锦江酒店Q2微亏，海外加速复苏。锦江披露中报预告，2022年中报预亏1.1-1.5亿元，预计扣非亏损2.43-2.83亿元。考虑公司2022第一季度亏损1.2亿，扣非亏损2.18亿，我们估算公司2022第二季度业绩为亏损0.3亿-盈利1000万，扣非亏损0.25~0.65亿元。鉴于4-5月国内受疫情影响较大，公司第二季度表现难得可贵。根据公司公告，其4月国内酒店RevPAR恢复54%；5月中旬起，国内RevPAR恢复65%-70%，估算6月预计恢复85%以上；海外加速复苏，尤其欧洲地区出行放松，休闲度假需求强劲，海外RevPAR在4月恢复近9成，预计5-6月可

能超疫前。

图 12: 三大酒店龙头 RevPAR 月度恢复趋势 (部分系估算)



资料来源: 公司公告, wind 等, 国信证券经济研究所整理

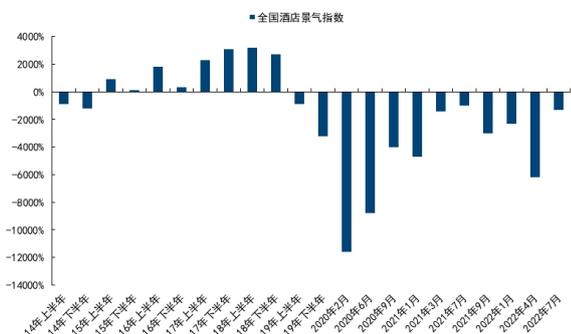
首旅酒店中报预亏, 疫情反复影响相对较大。首旅酒店预计 2022 年中报业绩亏损 3.6 亿-4.2 亿元, 扣非业绩亏损 4.1-4.7 亿元, 考虑公司第一季度亏损 2.32 亿元, 扣非亏 2.59 亿元, 我们估算公司第二季度亏损 1.28-1.88 亿元, 扣非亏损 1.51-2.11 亿元, 主要系疫情反复, 加上公司直营店占比较高, 相对有所承压。

行业跟踪: 6 月国内酒店 RevPAR 恢复至 71%, 7 月全国酒店综合景气指数回暖

根据 STR 数据, 2022 年 6 月全国酒店业 RevPAR 同比下滑约 16% (OCC -5.59pct, ADR -7.02%), 恢复至 2019 年 6 月的 71%, 环比复苏明显, 4、5 月 RevPAR 分别恢复 49%、56%。分区域看, 除上海外其他市场 6 月均环比回暖, 其中上海因隔离需求与注塑需求交替等影响恢复, 三亚入住率猛涨 24 个 pct, 达到 45%。整体上海南地区上半年在 ADR、Occ、RevPAR 相对领先。

展望下半年, 据浩华抽样调查数据, 近期多项出行政策放松提升了酒店行业市场信心, 叠加传统旅游旺季暑期来临, 酒店三季度整体景气度指数提升明显。分城市看, 广州、深圳景气度指数较好, 京沪仍处于渐进恢复中。

图 13: 全国综合景气指数



资料来源: 浩华数据, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2021 年以来酒店行业 RevPAR 变化趋势



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

宋城演艺: 成熟项目 7 月初开启复园, 丽江表现亮眼

成熟项目 7 月初复园，丽江表现突出，杭州多元剧目把握本地客群。宋城演艺自 7 月起其杭州、桂林、三亚、丽江、九寨等成熟项目逐步复园，自 7 月 2 日复园以来，杭州和桂林宋城基本保持每天 2 场，三亚 1-2 场，九寨在 7 月下旬转为 1 场；丽江在本轮表现相对突出，从月初的 2 场逐步增加至中下旬的 4 场，受益整体区域回暖，7 月整月总场次维持在 14-15 场，稳中略升。杭州本部由于华东线客流尚未完全恢复，故侧重本地周边市场挖潜，除千古情主秀外，杭州宋城积极引入不同价位的多元剧目、推出夜游形式等，把握本地细分客群，如 180 元《你是演奏家 2》（含 WA! 恐龙演出）、79 元夜游宋城（WA! 恐龙、大地震二选一）定位亲子客群、140 元《摸金球》定位年轻客群等，近期表现良好，同时 7 月 8 日-8 月 21 日将会在杭州、三亚、宜春、桂林等园区举行燥浪电音节大型活动。

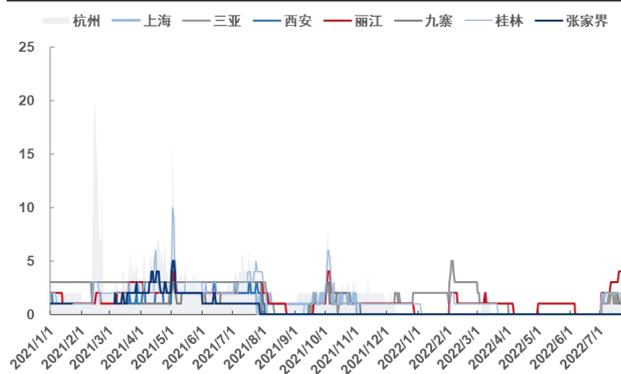
整体来看，宋城演艺在疫情反复的不确定背景下，以成熟项目构筑基本盘，同时积极把握本地细分客流，引入多形式、多价位、多题材类剧目，在成本可控的情况下争取疫后复苏市场，也为中线其演艺平台模式探索积累更多经验。

图 15：宋城演艺每日场次情况



资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

图 16：宋城演艺千古情场次情况



资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

国内游：上半年国内游恢复不到 5 成，暑期复苏有望提速

上半年国内游人数恢复至疫前 47%，国内游收入恢复 42%。2022 年上半年，全国出游总人次为 14.55 亿/-22.2%，较 2019 年恢复 47%；其中二季度国内游人次 6.25 亿/-26.21%，恢复至 2019 年的 48%。国内旅游收入 1.17 万亿元/-28.2%，较 2019 年恢复 42%。**整体看上半年国内旅游呈现以下特点：**一是趋势上，年初平稳开局，2 月中旬起疫情散发扰动，端午节假期旅游探底回升。二是游客消费偏好和出行方式持续变化。上半年阶段以本地游、周边游为代表的近距离、短时间、高频次的“微旅游”“微度假”兴起，露营、休闲旅游等方式快速升温。

暑期旺季迈入复苏进程，亲子游、主题公园夜游等持续升温，部分长线旅游目的地表现突出。在科学防疫措施精准落实及各类促消费举措的推动下，国内旅游市场迈入复苏进程。途牛旅游网显示，7 月暑期旅游产品订单环比增长 112%，出游人次环比增长 146%，其中，亲子游订单在 7 月总订单中的占比达 36%。飞常准显示，7 月国内航线实际执行客运航班量为 30.8 万班次，同比 2021 年下降 19%，环比 6 月提升 47%。FlightAI 数据显示，7 月中旬机票暑运搜索指数已追平 2019 年，暑期机票预订排名靠前的目的地城市有：成都、广州、北京、杭州、重庆、昆明、上海、深圳、乌鲁木齐、三亚。其中，成都暑期机票预订量同比 2019 年增幅超过 20%，三亚游预订量同比增幅 8%，乌鲁木齐的机票预订量恢复到 2019 年同期的 95%。客群方面，亲子游进入暑期预订高峰期，亲子酒店预订较疫前增长 20%。各地文旅企业及景区积极抢抓暑期旅游旺季市场机遇，针对不同客群的个性化旅游需求，

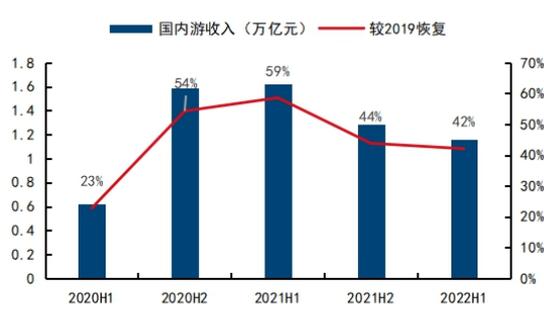
推出亲子游、研学游、毕业游等夏日主题产品，亲子游或带动暑期“后半程”旅游市场复苏。此外同程旅行显示，7月以来，平台“夜游”关键词搜索量翻倍，其中周末“夜游”搜索量最高，较日常“夜游”搜索量增长超2成。从夜游人群偏好分析来看，“90后”“00后”成为核心人群。从用户关注区域来看，江苏省、湖北省、浙江省、广东省、海南省成为5个最关注景区夜游的省份。近一周的夜游景区中，主题公园以占比88%的绝对优势成为首选。

图17：上半年全国出游人次较2019年恢复47%



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图18：上半年国内旅游收入较2019年恢复42%



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图19：上半年国内游客单价较2019年恢复约89%



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图20：上半年国内旅游收入较2019年恢复42%



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

出境游：国际航班有所增加，入境隔离时间缩短

随着国内疫情好转，民航运输生产加速恢复，近期中国至亚、欧、美多国航线航班获批复航或新增航班，多家航空公司宣布并执行了新的国际航班计划。7月东航、上航每周可执行国际航线22条，南航可执行国际及地区航线21条，民航国际航线热度较6月中下旬显著回升，国内旅客国际出行的需求逐步释放。随着第九版新冠肺炎防控方案的实施，入境者隔离时间缩短，同程旅行显示，7月以来民航国际航线中，入境航线占据搜索主流，主要以周边国家回国航线为主，广州成为国际航线中最热门的国内目的地城市。

表3: 2月起多国放开防疫措施和入境限制

时间	国家	防疫措施/入境政策
3月18日	英国	3月18日起, 国际旅客无论是否完全接种疫苗, 入境英国时: 不再需要进行任何形式的新冠病毒检测, 不再需要填写 passenger locator form, 不再需要进行出发前的新冠检测和入境后第二天的测试, 不再要求旅客入境英国后的自我隔离。
4月1日	加拿大	全剂量接种新冠疫苗人员入境加拿大时, 不需要提供病毒检测报告。但随机抽检, 等候抽检结果期间, 旅客不需要隔离。
4月8日	日本	4月8日起, 日本解除 106 个国家和地区的入境限制, 并于 4 月 10 日将入境人数上限提高至每天 1 万人, 暂时仅留学生、商务人士、技能实习生等以非观光旅游为目的的的外国人可入境。
4月17日	澳大利亚	4月17日起, 入境澳大利亚不再要求 72 小时内的核酸检测。
4月26日	新加坡	完全接种疫苗的旅行者不需要进行行前核酸检测, 不需要任何入境批准进入新加坡。也不再需要申请接种的旅行通行证 (VTP) 或航空旅行通行证 (ATP) 进入新加坡。
5月1日	希腊	北京时间 5 月 2 日起取消针对国际和国内航班所有旅客的入境防疫限制措施
6月1日	土耳其	入境土耳其不再需要核酸检测或抗原检测或疫苗接种证明。
6月1日	泰国	境外旅客入境后一律无需隔离。泰国人自国外入境, 无需前往 " 泰国通行证 " 系统进行注册, 也无需提前进行新冠病毒检测。
6月8日	韩国	6月8日起, 入境韩国人员需提供出发前 48 小时内的 PCR 核酸检测或 24 小时内的快速抗原检测阴性证明; 并将上述证明在 NAVER 搜索 "Q-CODE" 进行申报。入境后不用隔离, 但要求入境后 3 天内要做 PCR 检测, 得到 PCR 阴性结果后, 即可免隔离, 第 6 至 7 天追加做 RAT 检测 (抗原检测)。
6月10日	日本	所有从外国入境日本的人都将分组对待! 综合考察每个国家/地区的感染状况, 并按照 "流入风险" 的降序将其分为 "红色"、"黄色" 和 "蓝色" 三组。
6月12日	美国	6月12日起, 不再要求前往美国的航空乘客在登机前出示 COVID-19 阴性检测报告或 COVID-19 康复证明文件, 但仍需要入境前需提供疫苗接种证明, 在登机前向航空公司提供个人联系信息。
6月21日	新西兰	6月21日起, 旅客不再需要进行出发前检测, 但非公民和非居民仍需要提供疫苗接种证明才能入境新西兰。
7月3日	澳大利亚	7月6日起, 所有入境澳洲的国际旅客无需再提供疫苗接种证明, 不再需要填写入境声明 DPD。

资料来源: 各国新闻媒体、民航资源网、腾讯网、国信证券经济研究所整理

港澳游方面, 香港游 6 月同比翻 7.5 倍, 但较疫情前仍下滑显著, 澳门游 6 月有所承压。6 月赴港游客 3.53 万人, 同比增加 658.98%, 环比 5 月近 2.5 倍增长, 但相较 2019 年仍下滑 99%+。同时, 6 月赴澳门游客降至 33.65 万人, 同比-28.70%, 较 2019 年下滑 83.98%, 与 6 月疫情反复相关。2022 上半年赴澳游客流总体呈下降趋势, 自三月起同比增速维持在-30%左右, 较 2019 年下滑比率维持在 80%左右。

图 21: 6 月香港游人较 19 年同期下滑 99%+



资料来源: 香港旅游发展局、国信证券经济研究所整理; 注: 21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

图 22: 6 月澳门游人较 19 年同期下滑 84.0%



资料来源: 澳门统计暨普查局, 国信证券经济研究所整理; 注: 21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

餐饮: 6 月行业收入同比明显改善, 超过疫情前水平

根据国家统计局数据, 2022 年 6 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 3765.7 亿元, 同比下降 4.0%, 降幅相较 5 月的 21.1%大幅收窄, 较 2019 年同期上升 1.1% (5 月下滑 17.1%); 限额以上单位餐饮收入 945 亿元, 同比下降 2.2%, 降幅相较 5 月的 20.8%大幅收窄。2022 年 1-6 月, 全国餐饮收入 20040 亿元, 同比下降 7.7%; 限额以上单位餐饮收入 4879.2 亿元, 同比下降 7.8%。6 月餐饮收入已超越 2019 年同期水平。目前随北京疫情形势缓和、上海堂食恢复开放, 叠加北京、

三亚、郑州等地发放餐饮消费券刺激消费，线下餐饮有望进一步修复。

图 23: 国内餐饮行业月度表现



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理；注：1、2 月增速用累计增速代替

图 24: 国内限额以上餐饮收入表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：1、2 月增速用累计增速代替

餐饮动态资讯：老娘舅、德州扒鸡拟上交所主板上市，紫燕食品首发过会，成都餐饮同业公会发布倡议书。根据新京报及品牌官方信息：7 月 5 日，老娘舅递交招股书，拟上交所主板挂牌上市，该公司系长三角地区门店规模较大、标准化程度较高的中式快餐品牌，主要提供以江南口味为特征、米饭套餐为代表、兼顾多元美食餐品的中式快餐。根据凤凰网财经网及品牌官方信息，7 月 5 日，德州扒鸡披露招股说明书，拟上交所主板上市，公司目前主要从事以扒鸡产品为主，其他肉熟食为辅的卤制食品研发、生产和销售及山东省德州市内的食品超市经营业务。根据财经网消息，7 月 7 日，紫燕食品首发过会，将赴 A 股上市，公司目前的主营业务为卤制食品的研发、生产和销售，主要产品为禽畜产品及卤制食品，应用场景以佐餐消费为主、休闲消费为辅。受疫情影响，成都餐饮同业公会发布了《关于加强餐饮业疫情防控工作的倡议书》，鼓励餐饮单位提供到店自取、外卖订餐的服务，实施无接触配送。

博彩：7 月澳门博彩赌收同减 95%，公开竞投委员会设立

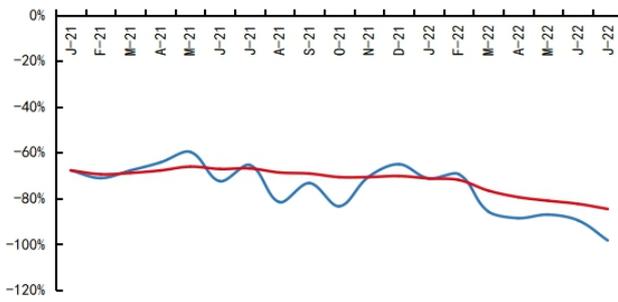
根据澳门博彩监察协调局数据，7 月澳门博彩仅实现毛收入 4.0 亿澳门元，同比下跌 95.3%，仅恢复至 2019 同期的 1.63%。整体来看，上半年澳门博彩实现累计毛收入 266.7 亿澳门元/-53.6%，仅恢复至 2019 年的 15.33%。

图 25: 澳门博彩毛收入月度表现



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 26: 2021-2022 年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

公开竞投委员会设立：据人民网消息，澳门特区行政长官 7 月 27 日颁布批示，设立娱乐场幸运博彩经营批给公开竞投委员会，负责执行新一轮博彩经营批给公开

竞投的工作。竞投委员会有权限对于公开竞投及订立批给合同的一切事宜进行分析及作出决定，但有关博彩经营的临时或确定判给，以及法律规定由其他实体负责的行为除外。

博彩委员会成立：据新浪财经，7月27日，澳门特区政府成立博彩委员会，作为一个常设组织，日常商讨博彩领域相关政策。同日，澳门行政会完成讨论《博彩委员会》行政法规草案，行政法规主要内容为：委员会的职责包括研究博彩业的发展，以及协助制定政策；协助订定规管博彩业的规范及指引；在制定监管博彩业的发展及运作的措施方面提出建议；就依法须听取委员会意见的其他事宜发表意见。

新一轮公开竞投开展：据澳门特区政府网站消息，澳门特区行政长官7月28日颁布批示，展开新一轮娱乐场幸运博彩经营批给的公开竞投，递交标书的时间为7月29日至9月14日，批给的数目为6个，批给的期间最长为10年。此次公开竞投采用简单公开竞投的方式，拟参与竞投的公司须在9月14日下午5时45分之前投标，计划今年年底前公布竞投结果。为获接纳参与竞投，有关公司须提交符合规定的资格文件及标书，遵守竞投方案规定的其他条件，并提供金额不低于澳门元1000万元的担保金。根据行政长官批示，在甄选参与竞投公司及进行评标时，应考虑开拓外国客源市场的计划、经营娱乐场幸运博彩或相关方面的经验、博彩项目及非博彩项目的投资对澳门特区所带来的利益、管理娱乐场的计划、监察及预防娱乐场内不法活动的方案以及拟承担的社会责任等因素。

新一轮赌牌的公开竞投面向全球有兴趣、有实力、希望在澳门发展的投资者，对推动澳门经济适度多元、打造国际旅游休闲中心有着重要作用。随着新一轮公开竞投的开展以及相关委员会的成立，7月28日博彩股普涨。8月2日中午12时起，澳门终止即时预防状态，公共部门已恢复正常运作，公园、体育设施等场所已向公众开放。

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；

国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；

国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；

收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 22-8-4	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601888	中国中免	买入	200.05	4.49	7.12	9.14	44.55	28.10	21.89
600754	锦江酒店	买入	61.72	0.36	1.79	2.28	171.44	34.58	27.07
600258	首旅酒店	买入	20.36	0.27	0.92	1.27	75.41	22.13	16.03
9869. HK	海伦司	买入	11.20	0.13	0.42	0.61	86.17	26.67	18.36
9922. HK	九毛九	买入	15.20	0.41	0.69	0.91	37.07	22.03	16.70
2150. HK	奈雪的茶	增持	4.92	-0.05	0.07	0.13	-	70.29	37.85
1179. HK	华住集团-S	增持	26.07	0.06	0.62	0.98	461.06	41.81	26.68
6862. HK	海底捞	增持	13.27	0.19	0.45	0.77	69.84	29.49	17.23
9987. HK	百胜中国-S	增持	317.44	10.60	15.62	17.90	29.95	20.32	17.73
0520. HK	呷哺呷哺	增持	2.77	0.16	0.28	0.36	17.34	9.91	7.71
300144	宋城演艺	买入	12.30	0.15	0.49	0.66	82.00	25.10	18.64
0839. HK	中教控股	买入	5.37	0.77	0.89	1.02	6.97	6.03	5.26
605098. SH	行动教育	增持	20.53	2.61	3.25	3.94	7.86	6.32	5.21
300662	科锐国际	增持	41.67	1.63	2.11	2.65	25.56	19.75	15.72
6100. HK	同道猎聘	增持	8.67	0.47	0.69	0.81	18.44	12.56	10.70
600861	北京城乡	无评级	19.66	0.71	0.95	1.68	27.69	20.69	11.70
603043	广州酒家	买入	22.60	1.12	1.41	1.63	20.18	16.03	13.87
603136	天目湖	买入	21.66	0.29	0.69	0.85	74.69	31.39	25.48
600138	中青旅	买入	10.27	0.22	0.7	0.84	46.68	14.67	12.23
9961. HK	携程集团-S	增持	170.96	1.62	5.78	10.39	105.53	29.58	16.45
0780. HK	同程旅行	增持	13.25	0.45	0.77	0.95	29.45	17.21	13.95
301073	君亭酒店	增持	61.00	0.34	1.05	1.49	176.96	57.94	40.82
000888	峨眉山 A	增持	6.92	0.04	0.35	0.43	173.00	19.77	16.09
600054	黄山旅游	增持	9.82	0.06	0.43	0.51	163.67	22.84	19.25
002707	众信旅游	增持	5.83	-0.19	0.02	0.16	-	291.50	36.44
000978	桂林旅游	增持	5.89	-0.2	0.04	0.1	-	147.25	58.90
002033	丽江股份	增持	8.15	0.15	0.35	0.42	54.33	23.29	19.40

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：桂林旅游、众信旅游、北京城乡盈利预测来自 Wind 一致预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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