

休闲服务行业投资策略月报

自贸港政策落地免税空间可期，旺季跨省游有望复苏

核心观点：

- **行情回顾。**5月以来休闲服务板块上涨11.2%，在28个申万一级行业中排名第3位。随着防控措施放宽叠加暑假旺季预期休闲服务板块普涨，受到海南自贸港、地摊经济刺激，部分题材股涨幅较好。
- **免税：海南自贸港政策落地，珠海免税拟注入格力地产上市。**海南自贸港政策落地，离岛免税额度进一步提升至10万元，结合短期线上补购业务的开展，中国国旅离岛免税业务韧性成长可期。同时海南自贸港封关后“零关税”、简并税制的制度预期落地，公司采购价格优势稳固，有望长期受益于海南旅游零售业市场扩容。2020年5月，格力地产公告拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金购买珠免集团100%股权。有望提升上市公司盈利能力，加速产业转型升级。同时珠免经营更为市场化，激发经营活力和扩张潜力。公司在免税品结构、经营效率、组织架构等方面都有较大优化提质空间，成长潜力较大。
- **酒店：商旅出行回暖，酒店经营有望持续恢复。**5月中下旬以来商旅出行持续恢复，全国酒店入住率恢复至50%左右。酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体。疫情之后消费者对酒店品质、卫生、安全保障要求提升，高端酒店产品需求在周末和节假日表现强劲。疫情之后一些小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期来看龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。
- **景点&出境游：端午小长假、暑期临近有望刺激跨省游恢复，国际航班放宽出境游或将底部复苏。**随着端午小长假和暑期旅游旺季临近，受益于旅游意愿的恢复和防控措施的放宽、组团游限制解除，跨省出游也将逐步开始复苏。疫情以来国内景点、OTA纷纷尝试云旅游，旅游直播等模式提升关注度和知名度，看好疫情倒逼旅游景点数字化升级和模式转型。出境游方面：自6月8日起对现行国际客运航班“五个一”措施进行调整。下半年出境游有望底部复苏，但出行意愿恢复尚需时日，短途、周边国家如日韩、东南亚出境游或将率先恢复。总体来看，看好中国国旅（政策鼓励消费回流和香化消费升级逻辑不变）、宋城演艺（西安、上海项目落地在即，看好多剧院多票种模式转型）、锦江酒店、首旅酒店（酒店龙头维持较快开店，受益于疫情之后商旅回暖和暑期旺季休闲旅游增加）、广州酒家（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放）、科锐国际（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势，公司垂直布局力度加大），建议关注天目湖、中青旅、黄山旅游和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。
- **风险提示。**疫情存在不确定性，需求恢复不及预期，商誉减值风险。

行业评级

买入

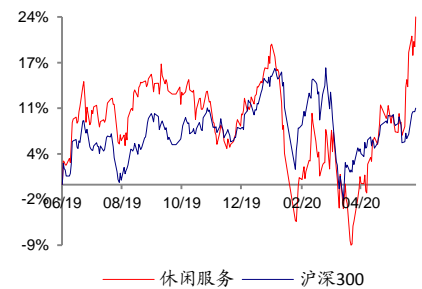
前次评级

买入

报告日期

2020-06-07

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

人力资源服务行业深度：看好 2020-05-30

灵活用工细分赛道，详细对比龙头竞争力

酒店行业系列报告之九：聚焦 2020-05-21

国内龙头——锦江首旅华住格林经营再比较

产业链角度看免税投资框架： 2020-05-15

渠道空间较大、零售格局稳固、海南引领回流可期

联系人：

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国国旅	601888.SH	CNY	106.41	2020/06/02	买入	113.60	1.87	2.84	56.90	37.47	37.42	22.52	20.7	21.4
宋城演艺	300144.SZ	CNY	19.56	2020/04/29	买入	31.90	0.51	0.96	38.35	20.38	56.51	31.22	12.3	12.8
锦江酒店	600754.SH	CNY	27.27	2020/04/30	买入	32.76	0.93	1.25	29.32	21.82	22.48	11.39	7.8	9.1
首旅酒店	600258.SH	CNY	16.28	2020/04/29	买入	17.00	0.19	1.00	85.68	16.28	24.74	9.54	9.9	9.3
广州酒家	603043.SH	CNY	33.19	2020/04/30	买入	34.39	0.98	1.33	33.87	24.95	29.60	21.52	17.2	16.7
科锐国际	300662.SZ	CNY	43.37	2020/04/25	增持	40.43	0.91	1.20	47.66	36.14	32.40	25.18	19.0	19.1
天目湖	603136.SH	CNY	23.58	2020/01/09	增持	31.25	1.25	1.46	18.86	16.15	9.98	8.63	12.8	13.0
携程网	TCOM.O	USD	29.08	2020/03/22	买入	28.40	0.41	1.76	70.3	16.6	86.9	23.0	1.4	5.4
华住	HTHT.O	USD	38.33	2020/04/01	增持	34.65	0.21	0.99	183.6	39.1	50.1	31.1	3.4	24.7
复星旅游文化	01992.HK	HK	7.97	2020/03/29	买入	9.64	0.08	0.54	99.62	14.76	5.09	2.77	1.1	7.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 美股公司合理价值、收盘价、EPS 单位为美元/ADS

目录索引

一、月度观点：海南自贸港政策落地看好免税长期成长空间，旺季临近跨省游有望开始回暖	6
二、行情回顾	7
三、免税：海南自贸港政策落地，珠海免税拟注入格力地产上市	9
（一）海南自由贸易港建设方案公布，免税龙头受益于海南旅游消费大发展	9
（二）格力地产拟收购珠海免税，区位优势明显增长潜力较大	10
四、酒店：商旅出行回暖，酒店经营有望持续恢复	13
（一）商旅和休闲旅游持续复苏，5月以来酒店经营表现继续回暖	13
（二）格林酒店发布一季报，入住率已经恢复至 60%以上，Q2 降幅有望环比收窄	15
五、景点&出境游：端午小长假、暑期临近有望刺激省内游恢复，国际航班放宽出境游或将底部复苏	20
（一）暑期旺季临近国内游或将加速恢复，宋城演艺全国项目 6 月恢复演出	20
（二）国际航班政策放宽，多国放宽旅游入境，出境游有望底部复苏	24
六、风险提示	25

图表索引

图 1: 2020 年 5 月以来申万休闲服务指数跑赢上证指数 8.7 个百分点.....	8
图 2: 2020 年 5 月以来休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 3 位....	8
图 3: 截止 2020 年 6 月 5 日, 申万休闲服务板块 P/E (TTM) 估值为 70 倍.....	9
图 4: 休闲服务行业各个细分板块 P/E (TTM) 估值水平.....	9
图 5: 格力地产和珠免集团股权结构.....	10
图 6: 珠免集团 19 年营收 26.7 亿元, 同比增长 18.3%.....	11
图 7: 珠免集团 19 年归母净利润 9.4 亿元, 同比增长 46.8%.....	11
图 8: 珠免集团在港珠澳口岸免税店位置分布.....	12
图 9: 全国单日客运量以及民航日度客运量.....	14
图 10: 民航国内月度客运量和同比增速.....	14
图 11: 4 月下旬以来国内酒店业 RevPAR 走势.....	14
图 12: 2020 年以来国内酒店入住率变化趋势.....	14
图 13: 一线城市北上广深今年以来酒店入住率表现.....	15
图 14: 一线城市、旅游城市和省座城市入住率对比.....	15
图 15: 2020 年前四个月分级别酒店 RevPAR 同比变化.....	15
图 16: 格林酒店单季度 RevPAR 和同比增速.....	16
图 17: 格林酒店单季度 ADR 和同比增速.....	16
图 18: 格林酒店单季度入住率和同比增速.....	16
图 19: 格林酒店直营和加盟店单季度 RevPAR (元).....	16
图 20: 2020 年以来格林酒店入住率恢复情况.....	16
图 21: 格林酒店直营和加盟店门店数.....	17
图 22: 格林酒店新开店和关店数 (家).....	17
图 23: 格林酒店 Q1 新开店中各级别酒店占比.....	17
图 24: 格林酒店 Q1 新开店各线城市分布.....	17
图 25: 格林酒店分级别酒店占比.....	18
图 26: 格林酒店门店分线城市占比.....	18
图 27: 格林酒店分级别储备店数量 (家).....	18
图 28: 格林酒店旗下分级别品牌矩阵和酒店数.....	18
图 29: 格林酒店一季度实现营收 1.57 亿元同比下降 33%.....	20
图 30: 格林酒店单季度调整后净利润和调整后的 EBITDA.....	20
图 31: 上海千古情演出剧目.....	24
表 1: 2011 年政策落地以来, 我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展.....	10
表 2: 珠海免税目前经营的免税店梳理.....	12
表 3: 珠海免税下属一级控股子公司的基本情况.....	13
表 4: 格林酒店分品牌酒店数量和净开店数量.....	19
表 5: 主要景区和城市客流量和同比增速.....	21
表 6: 主要旅游目的地和部分省市区五一期间游客接待情况.....	22

表 7: 上海千古情、西安千古情情况梳理	23
表 8: 宋城演艺各千古情景区恢复开园后演出安排和开闭园时间.....	23
表 9: 部分国家和地区国际旅游相关政策	25

一、月度观点：海南自贸港政策落地看好免税长期成长空间，旺季临近跨省游有望开始回暖

免税：离岛免税受境外疫情影响较小，五一期间海南免税销量增长良好。我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏，海南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步复苏。6月1日，中共中央国务院正式公布《海南自由贸易港建设总体方案》。海南离岛免税额度进一步提升至10万元，结合短期线上补购业务的开展，中国国旅离岛免税业务韧性成长可期。同时海南自贸港封关后“零关税”、简并税制的制度预期落地，公司采购价格优势稳固，有望长期受益于海南旅游零售业市场扩容。

2020年5月，格力地产公告拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金购买珠免集团100%股权。珠免集团作为目前国内五家免税经营商之一，经营时间久，免税店区位分布优势明显。有望持续受益于大湾区经济活力不断提升带来的出入境客流增长以及国家对粤港澳大湾区、横琴政策利好不断加码。本次收购将免税业务注入上市公司实现上市。有望提升上市公司盈利能力，加速产业转型升级。同时珠免经营更为市场化，激发经营活力和扩张潜力。公司在免税品结构、经营效率、组织架构等方面都有较大优化提质空间，成长潜力较大。

酒店：5月以来，随着疫情逐步得到控制，各省市防控级别放宽，叠加五一黄金周因素，商旅和休闲旅游需求持续回暖，酒店经营环比改善。5月中下旬以来全国酒店入住率恢复至50%左右水平。国内三大酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体。截止5月底，华住开业率已经接近100%。5月19日、20日两天入住率达到83%。疫情之后消费者对酒店品质、卫生、安全保障要求提升，高端酒店产品需求在周末和节假日表现强劲。疫情之后一些小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期来看龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。

景点&国内游：2020年Q1旅游行业受疫情影响较大，Q2以来随着国内疫情逐步得到控制，出行限制逐步放宽，居民旅游信心和意愿开始恢复。从1-4月情况来看，主要省市客流同比下滑幅度在60%-70%左右。从五一旅游情况来看，五一期间较清明小长假旅游热度明显提升。随着端午小长假和暑期旅游旺季临近，受益于旅游意愿的恢复和防控措施的放宽、组团游限制解除，跨省出游也将逐步开始复苏。疫情以来国内景点、OTA纷纷尝试云旅游，旅游直播等模式提升关注度和知名度，酒店、景区门票预售也有望在一定程度上缓解旅游企业现金流，增加出游恢复后客流量。目前直播渠道流量红利明显，获客成本低，有望帮助旅游目的地吸引更多年轻消费者。看好疫情倒逼下，旅游景点数字化升级和模式转型。

宋城演艺全国项目将于6月12日开业，西安千古情将于6月22日开业，上海千古情将于暑期开演。疫情之后，公司开始在多个千古情景区设置室外演艺剧场，预计今年内投入使用以和原有市内剧场形成一定互补，降低特殊事件下对室内演出的冲击。同时公司模式转型持续推进，杭州、西安、上海项目将升级为演艺王国，从原有的“公园+千古情”、“一个景区，一台演出，一种门票”到“一个集群，多台演出，

多种票型”的转变，延长游客逗留时间。

出境游方面：自6月8日起对现行国际客运航班“五个一”措施进行调整。国际航班政策放宽。近期随着全球疫情逐步得到控制，多个国家出台了逐步放开国际旅游的计划。整体来看东南亚、欧洲部分国家有望在7月对中国游客开放。考虑到部分国家入境游对经济贡献大，对入境游客签证政策、补贴刺激力度有望加大。整体来看下半年出境游有望底部复苏，但出行意愿恢复尚需时日，短途、周边国家如日韩、东南亚出境游或将率先恢复。

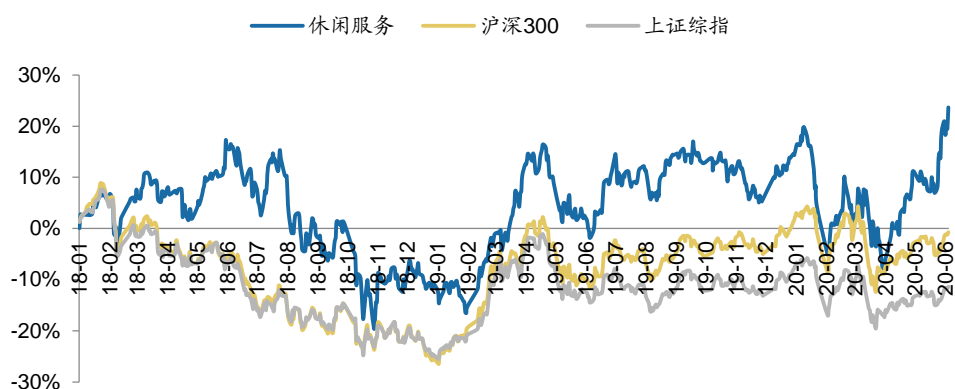
总体来看，休闲旅游行业我们看好中国国旅（海南自贸区政策落地，市内店政策可期，政策鼓励消费回流和香化消费升级逻辑不变）、宋城演艺（6月全国千古情恢复，西安、上海项目落地在即，看好多剧院多票种模式转型）、锦江酒店、首旅酒店（酒店龙头维持较快开店，受益于疫情之后商旅回暖和暑期旺季休闲旅游增加）、广州酒家（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放，20年中秋国庆重叠或对月饼销量有所提振）、科锐国际（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势，公司垂直布局力度加大，在线数字化服务能力提升），建议关注天目湖、中青旅、黄山旅游和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。

二、行情回顾

5月以来（5/6-6/5），上证综指上涨2.5%，沪深300上涨2.3%，休闲服务板块上涨11.2%，跑赢上证综指8.7个百分点，跑赢沪深300 8.9个百分点，在28个申万一级行业中排名第3位。

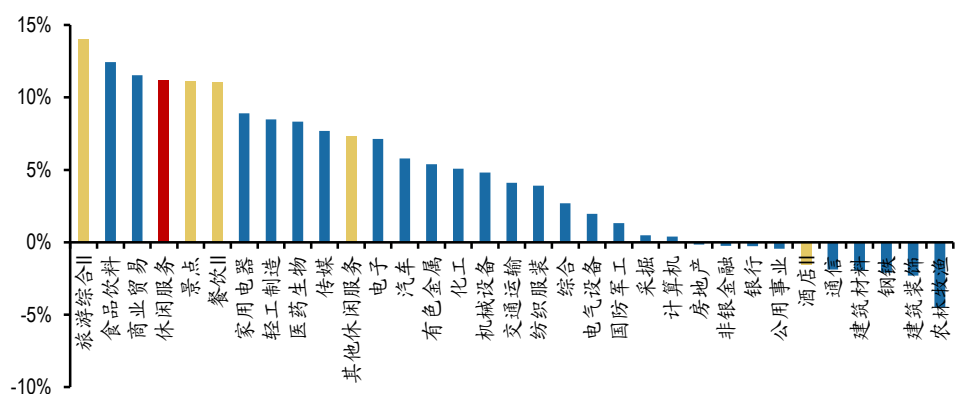
子板块方面，随着旅游需求逐步，防控措施放宽叠加暑假旺季预期休闲服务板块普涨，受到海南自贸港、地摊经济等政策刺激，部分题材股涨幅较好：休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为旅游综合（+14%）>景点（+11.1%）>餐饮（11.0%）>其他休闲服务（7.4%）>酒店（-1.6%）。西安饮食（+29.2%）（地摊经济）、大东海A（+26.6%）（海南自贸港）、众信旅游（+26.0%）（海南自贸港、高管变动）、凯撒旅游（+14.2%）（海南自贸港）均表现亮眼。权重股中国国旅受益于离岛免税和日上直邮业务出色表现，叠加海南自贸港政策利好预期，单月上涨16.5%；宋城演艺千古情6月12日全线开园、西安、上海项目落地在即，5月以来上涨18.7%。

图1：2020年5月以来申万休闲服务指数跑赢上证指数8.7个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

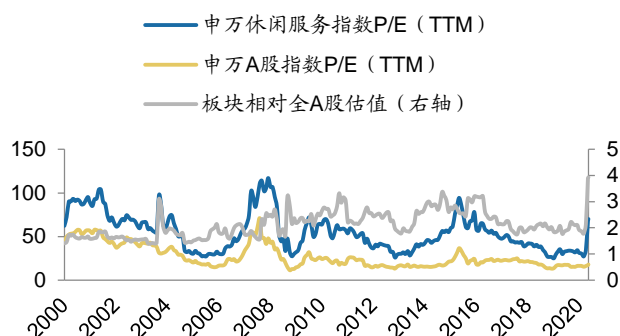
图2：2020年5月以来休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第3位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

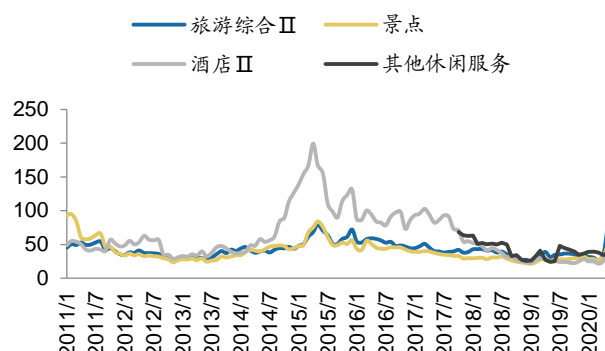
截止2020年6月5日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为70倍，板块相对申万A股板块P/E估值为3.9倍，高于2010年以来平均2.4倍的历史估值中枢。分子板块来看，旅游综合、景点、酒店和其他休闲服务截止6月5日P/E(TTM)估值分别为83X、53X、50X和39X，2010年以来平均P/E(TTM)估值分别为44X、47X、61X和42X，目前整体高于历史估值中枢。

图3：截止2020年6月5日，申万休闲服务板块P/E（TTM）估值为70倍



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图4：休闲服务行业各个细分板块P/E（TTM）估值水平



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

三、免税：海南自贸港政策落地，珠海免税拟注入格力地产上市

（一）海南自由贸易港建设方案公布，免税龙头受益于海南旅游消费大发展

2020年6月1日，中共中央国务院正式公布《海南自由贸易港建设总体方案》，剔除分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业。税收制度方面提出零关税、全岛封关运作、简并税制后免征进口关税（进口征税商品目录除外）。2025年前，实行部分进口商品零关税政策，其中包括（1）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。（2）放宽离岛免税购物额度至每年每人十万元，扩大免税商品种类。（3）方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业减按15%征收企业所得税。（4）适时启动全岛封关运作。全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税。启动在货物和服务零售环节征收消费税相关工作。2035年前：推进财税制度改革，扩大海南地方税收管理权限，销售税及其他国内税种收入作为地方收入。

海南自贸港方案出台，海南离岛免税额度进一步提升至10万元，结合短期线上补购业务的开展，中国国旅离岛免税业务韧性成长可期。同时海南自贸港封关后“零关税”、简并税制的制度预期落地，公司采购价格优势稳固，有望长期受益于海南旅游零售业市场扩容。公司拟更名为“中国旅游集团中免股份有限公司”，突出免税主营业务，树立鲜明市场形象。

表1：2011年政策落地以来，我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展

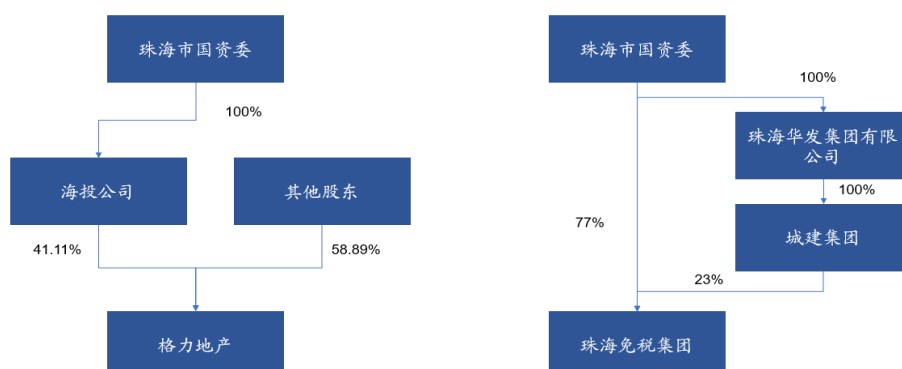
历次政策调整/执行日期	政策要点
第六次调整/2020.6	放宽离岛免税购物额度至每人每年10万元，扩大免税商品种类。
第五次调整/2018.12.28	将乘轮船离岛旅客纳入离岛免税购物政策适用对象范围
第五次调整/2018.12.1	累计购物限额提升到3万元，取消岛内居民购物次数限制、增加品类
第四次调整/2017.1.15	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围
第三次调整/2016.2.1	提高购物限额（累计1.6万元）、取消非岛内居民购物次数限制、开设网上销售窗口
第二次调整/2015.3.20	放宽数量限制（化妆品12、香水8、手表6件）、增加品类
第一次调整/2012.11.1	提高购物限额（每次8000元）、放宽数量限制（化妆品8、香水5、手表4件）、放宽年龄限制（16岁）、增加品类
政策落地/2011.4.20	每人每次5000元（非岛内居民2次、岛内居民1次）；化妆品5、香水2、手表2件；年龄限制18岁

数据来源：财政部官网，广发证券发展研究中心

（二）格力地产拟收购珠海免税，区位优势明显增长潜力较大

2020年5月，格力地产公告拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金购买珠免集团100%股权。同时引入战略投资者中国通用技术集团，拟向中国通用投资非公开发行股份募集资金不超过8亿元用于支付本次收购的现金对价和公司项目建设。预计发行股份数量不超过1.86亿股，发行股份数量不超过交易前格力地产总股本的30%。2020年4月，珠海政府印发《珠海市市属国有企业重组整合方案》，按照加大国有资本布局结构战略性调整、推动优质资源向优势企业集中、理顺部分企业产权关系的改革思路进行战略性调整和重组。提出将珠海市免税企业集团有限公司与珠海投资控股有限公司进行整合。本次收购是在国企改革背景下资产重组，将免税业务注入上市公司实现上市。有望提升上市公司盈利能力，加速产业转型升级。同时珠免经营更为市场化，激发经营活力和扩张潜力。

图5：格力地产和珠免集团股权结构

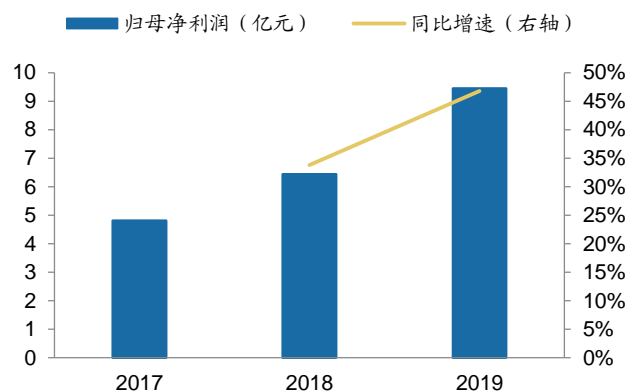
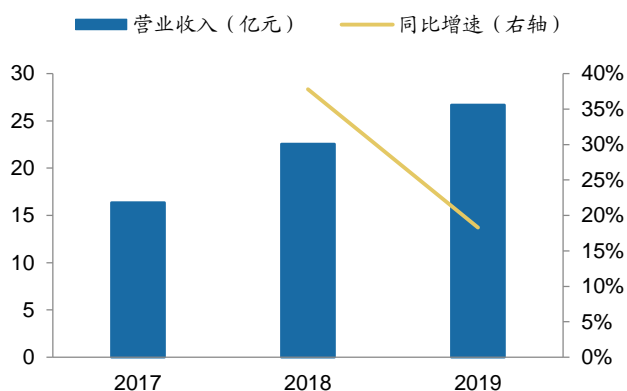


数据来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，广发证券发展研究中心

珠免目前经营5家免税店，品类以烟酒为主，盈利能力较强：珠免集团成立于1980年，系全国最早开展免税品经营业务的企业之一。2019年实现营收26.7亿元，同比增长18.3%；归母净利润9.4亿元，同比增长46.8%。公司目前经营5家口岸免税店，销售商品涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类。由于烟酒销售占比较高，且历史原因下租金成本低，故盈利能力较强。近年来加大了和化妆品集团合作直采的力度，通过在港全资子公司香港恒超发展有限公司与欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋及LG集团等全球化妆品行业巨头建立了直接合作关系，并新增与雅诗兰黛及日本高丝等集团的合作。

图6：珠免集团19年营收26.7亿元，同比增长18.3%

图7：珠免集团19年归母净利润9.4亿元，同比增长46.8%



数据来源：珠海特区报，《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，广发证券发展研究中心

数据来源：珠海特区报，《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，广发证券发展研究中心

免税业务在粤港澳大湾区布局多年，客流规模大，地理位置优越：珠免目前拥有珠海所有口岸免税店，包括拱北口岸、九洲港口岸、横琴口岸、港珠澳大桥珠港口岸免税店和1家机场免税店天津滨海机场免税店；同时还经营珠海市吉大免税商场和国贸购物广场。旗下免税商店所处口岸连接香港、澳门、深圳三大湾区中心城市，地理位置优越。根据珠海出入境边检总站公布数据，珠海市各口岸2019年出入境人流量合计达1.73亿人次。其中拱北口岸免税店经营历史悠久，目前是亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店。18年公司通过招投标获得拱北闸口进出境免税店经营权，市场地位进一步强化。拱北口岸连接澳门和珠海，19年出入境人流量达到1.45亿人次。九洲港免税店于1992年有偿转让给珠免集团经营，是与香港相连的水路口岸免税店。横琴口岸免税店位于横琴新区，横琴口岸24小时通关，客流有望持续增长。2017年4月，珠免集团中标天津滨海机场进境免税店，经营面积110平方米。成为集团在全国布局的首个机场免税店，实现了免税业务在公路、陆路、港口、机场的全面覆盖。18年10月港珠澳大桥珠港口岸出境免税店与大桥通车同步开业，经营面积达到千余平方米。19年5月公司中标港珠澳大桥珠港和珠澳口岸两个入境口岸免税店项目。

表2：珠海免税目前经营的免税店梳理

免税店	持股比例	位置	经营面积	开业时间
拱北口岸免税店	100%	拱北口岸海关联检大楼内	3880 平方米(全国陆路口岸单店面积最大)	1980 年
港珠澳大桥免税店	100%	港珠澳大桥珠海公路口岸联检大楼内	千余平方米	2018 年 10 月 24 日出境免税店开业, 2019 年 5 月中标港珠澳大桥珠港及珠海口岸两个入境免税店项目。
九州港口岸	100%	九州港口岸内		1992 年
横琴口岸免税店	100%	横琴口岸内		
天津滨海机场免税店	51%	滨海机场 1 号航站楼国际到达	规划总面积 650 平方米, 一期建设规模 110 平方米	2017 年 4 月中标

数据来源：珠海免税，珠海国资委，广发证券发展研究中心

图8：珠免集团在港珠澳口岸免税店位置分布



数据来源：高德地图，广发证券发展研究中心

积极布局物流、跨境电商平台，有望与免税形成协同：2005年，珠海免税在珠澳跨境工业区珠海园区内成立了珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司，以仓储和第三方物流配送为核心发展多种保税业务。近年来珠海免税集团与依托全资子公司珠海汇真商务有限责任公司，大力发展跨境电商业务。2016年珠海市最大的进口商品直销中心及跨境电商体验店珠海汇优城进口（跨境）商品直销中心开业。2018年珠海成为跨境电商综合试验区。2019年集“免税、保税、有税”三种业态为一体的综合电商平台“免税品+”APP正式上线试运营，实现了集“免税预订、跨境电商、完税O2O”三大功能的电子商务系统平台的开发建设，推出线上预订线下提货功能。2020年4月格力地产和珠海免税合作推出线上预订购物小程序“珠海免税Mall”，上

线不到半个月，订单总量突破1.3万单。我们认为公司在跨境电商、物流的布局有望与免税业务在上游集采、仓储配送、线上平台打通等方面形成有效协同。提升公司免税主业的区域竞争优势。

表3：珠海免税下属一级控股子公司的基本情况

序号	公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	享有表决权比例
1	恒超发展有限公司	3,000 万港元	进出口贸易	100%	100%
2	珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	18783 万元	租赁、服务	100%	100%
3	珠海海天国际贸易展览集团有限公司	15500 万元	批发零售	100%	100%
4	珠海市闸口免税商业有限责任公司	2000 万元	免税品销售	100%	100%
5	珠海国贸购物广场有限公司	1500 万元	租赁、服务	100%	100%
6	珠海经济特区大鹏贸易有限公司	58 万元	贸易	100%	100%
7	珠海市中免免税品有限责任公司	10204.08 万元	免税品销售	51%	51%
8	天津珠免商业有限公司	8000 万元	免税品销售	51%	51%
9	珠海汇真商务有限责任公司	5000 万元	跨境电商、商务咨询	50%	100%
10	珠海市新恒基发展有限公司	1000 万元	批发零售	50%	100%
11	珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司	50 万元	租赁、仓储服务	10%	100%

数据来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，广发证券发展研究中心

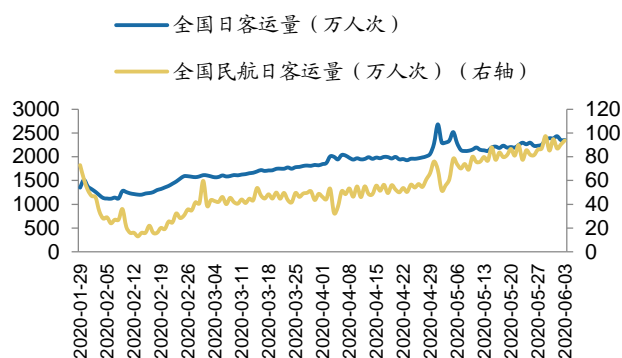
整体来看，珠免集团作为目前国内五家免税经营商之一，经营时间久，免税店区位优势明显。持续受益于大湾区经济活力不断提升带来的出入境客流增长以及国家对粤港澳大湾区、横琴政策利好不断加码。本次注入格力地产后有望成为第二家上市的免税公司。公司在免税品结构、经营效率、组织架构等方面都有较大优化提质空间，成长潜力较大。

四、酒店：商旅出行回暖，酒店经营有望持续恢复

（一）商旅和休闲旅游持续复苏，5月以来酒店经营表现继续回暖

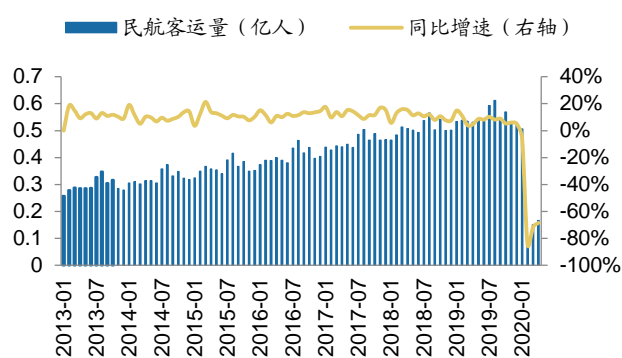
5月以来，随着疫情逐步得到控制，各省市防控级别放宽，叠加五一黄金周因素，商旅和休闲旅游需求持续回暖，酒店经营环比改善。从出行数据来看，根据交通部和民航局数据，4月民航月度客运量为0.17亿人次，同比下滑69%，降幅较2、3月持续收窄；5月以来民航客运量快速回升。单日客运量从4月底的60-70万人/日左右提升至6月初的90万人/日左右。根据民航局，6月5日民航单日运输旅客量达103.67万人次，恢复至去年同期的61.5%，自1月28日以来，单日运输旅客量首次回升破百万。

图9：全国单日客运量以及民航日度客运量



数据来源：交通部，广发证券发展研究中心

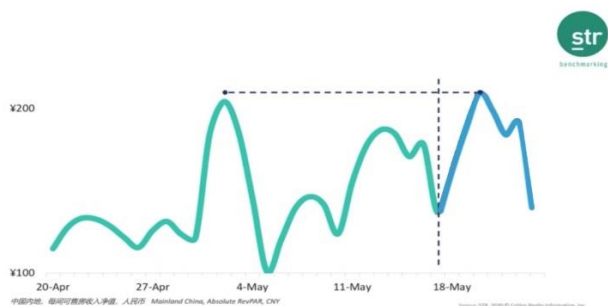
图10：民航国内月度客运量和同比增速



数据来源：中国民航局，广发证券发展研究中心

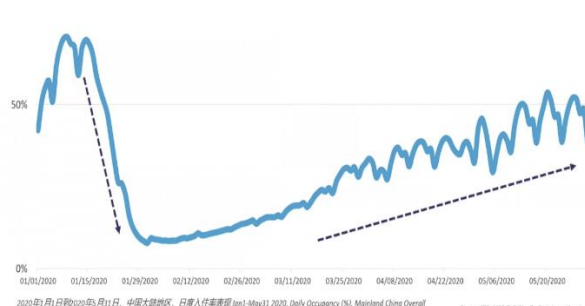
受益于经济活力恢复和需求回暖，全国酒店经营表现也持续改善。从STR数据来看，5月以来酒店入住率和RevPAR继续回暖。5月中下旬以来全国酒店入住率恢复至50%左右水平，5月20日在周末和“520”节日效应下酒店RevPAR超过200元，超过今年五一黄金周期间RevPAR表现。其中一线城市5月除北京防控较严以及两会等因素恢复较慢之外，上海、广州、深圳入住率均已恢复至去年同期50%以上。休闲旅游目的地城市五一黄金周期间入住率达到67%，之后也持续回升。二线省会城市受益于率先恢复的商旅需求，五月中旬最高单日入住率已经超过66%。分级别来看，经济型和中端酒店受影响小于其他级别酒店，恢复也比较明显。1-4月经济型和中端酒店RevPAR同比下降50%，而中高档、高端、超高端、奢华酒店RevPAR同比分别下降60%、63%、65%和67%。酒店龙头恢复情况继续领先行业。根据华住创始人、董事长兼CEO季琦的直播，截止5月底，华住开业率已经接近100%。5月19日、20日两天入住率达到83%。

图11：4月下旬以来国内酒店业RevPAR走势



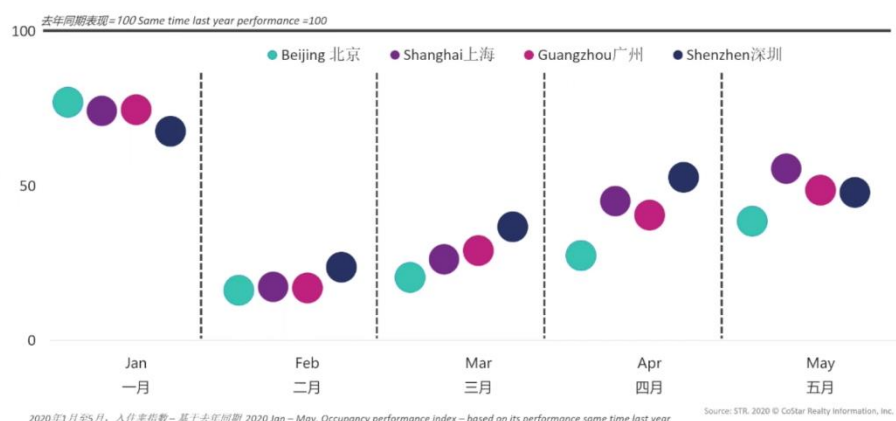
数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图12：2020年以来国内酒店入住率变化趋势



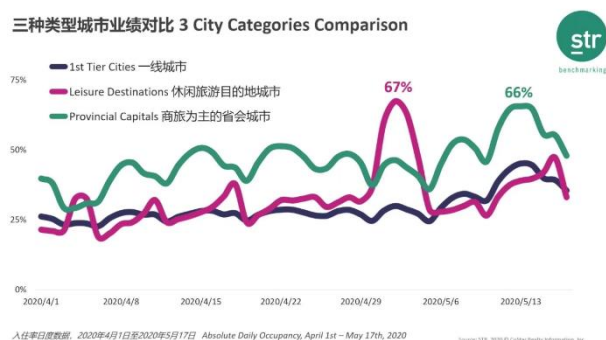
数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图13：一线城市北上广深今年以来酒店入住率表现



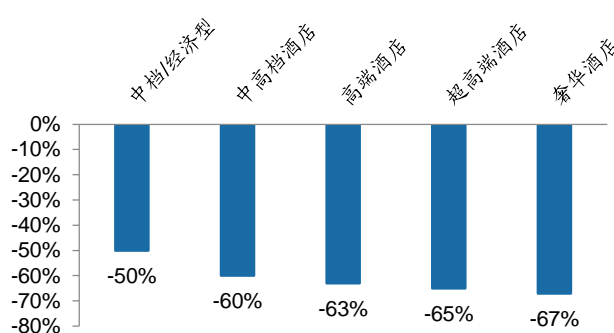
数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图14：一线城市、旅游城市和省座城市入住率对比



数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图15：2020年前四个月分级别酒店RevPAR同比变化

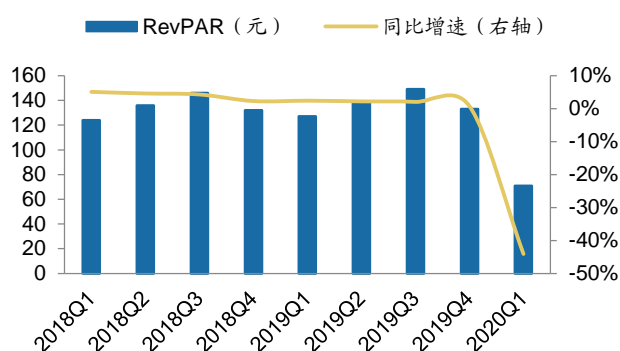


数据来源：STR，广发证券发展研究中心

（二）格林酒店发布一季报，入住率已经恢复至 60%以上，Q2 降幅有望环比收窄

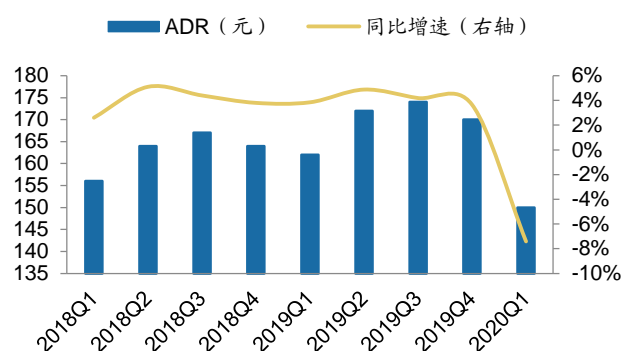
格林酒店近日发布2020年一季报。从经营情况来看：Q1经营受疫情影响较大，5月底入住率已恢复至60.1%。Q1 RevPAR为71元，同比下降44.1%；ADR为150元，同比下降7.8%；入住率为47.3%，同比下降30.8pct。其中直营店和加盟店RevPAR分别为55元和71元，同比分别下降53.8%和44.1%。Q1公司经营受疫情影响较大，但随着疫情逐渐得到控制入住率持续回升，且入住客人结构逐步产生变化。2月初，51.9%的入住率是企业合约客户贡献，3月中旬时80.4%的入住率由商旅贡献。截止5月31日，入住率已经恢复至60.1%。五月下半月平均入住率恢复到超过65%。

图16: 格林酒店单季度RevPAR和同比增速



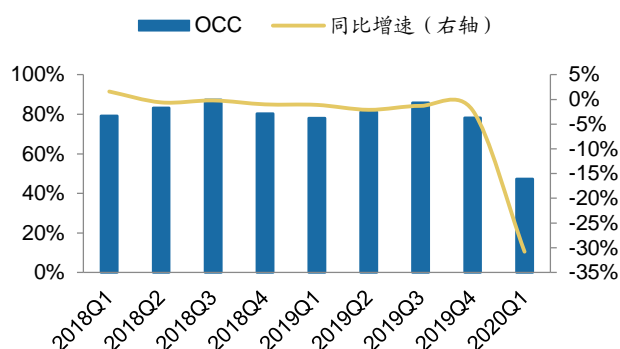
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 格林酒店单季度ADR和同比增速



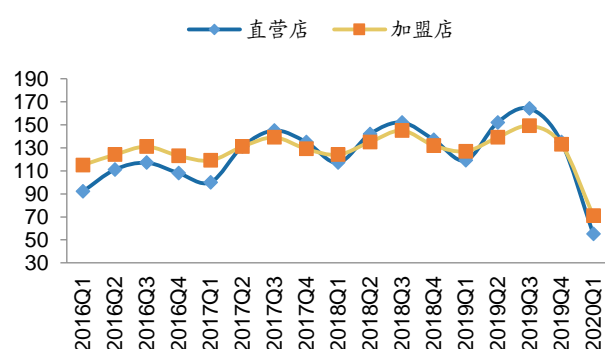
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 格林酒店单季度入住率和同比增速



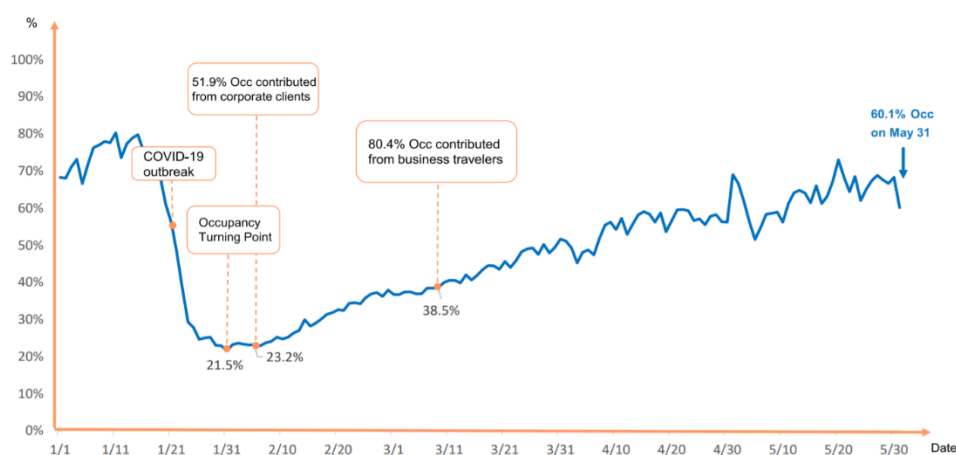
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 格林酒店直营和加盟店单季度RevPAR (元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 2020年以来格林酒店入住率恢复情况

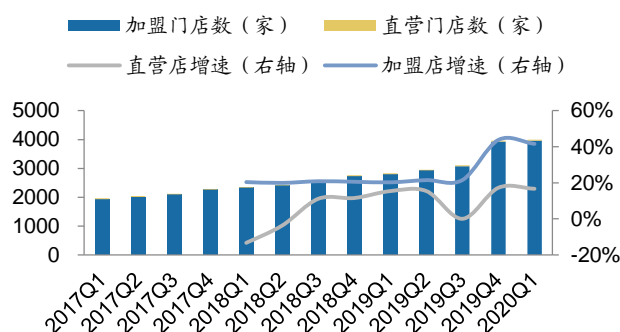


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从开店情况和门店结构来看: 加盟店占比高, 低线城市开店持续发力。截止Q1, 公司在342个城市拥有3998间酒店。其中直营店和加盟店分别为35家和3963家, 加盟店占比达到99.1%。其中奢华酒店、中高端酒店、中端酒店、经济型酒店占比分

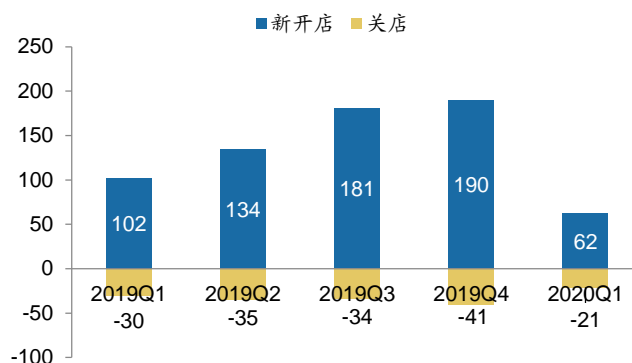
别为0.5%、6.8%、64.6%、28.1%；一线城市、二线城市和低线城市分别占9.6%、23.6%、66.8%。**新开店方面：**Q1新开店62家，关店21家。新开店中中端酒店占比为59.7%，经济型和中高端酒店分别占29.0%和11.3%；一线城市、二线城市、低线城市分别占4.8%、21.0%、74.2%。截止Q1公司有1025家储备门店，同比增长113.1%，其中奢华酒店&中高端酒店、中端酒店、经济型酒店分别占25%、39%、36%。

图21：格林酒店直营和加盟店门店数



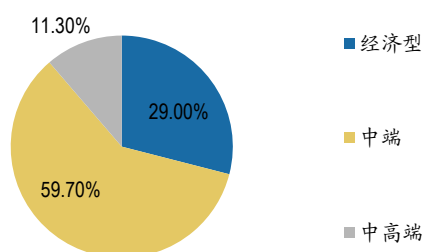
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图22：格林酒店新开店和关店数（家）



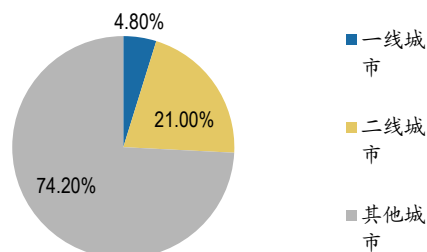
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图23：格林酒店Q1新开店中各级别酒店占比



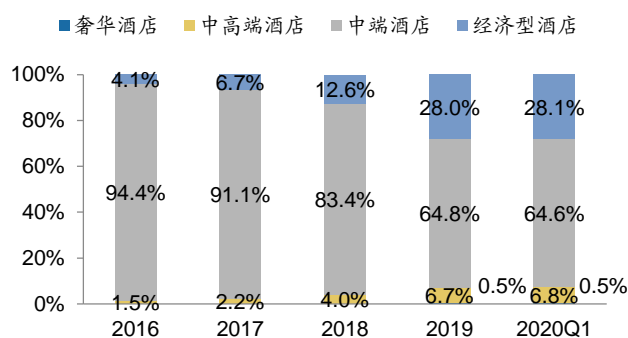
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24：格林酒店Q1新开店各线城市分布



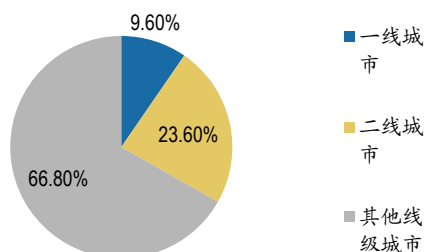
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图25: 格林酒店分级别酒店占比



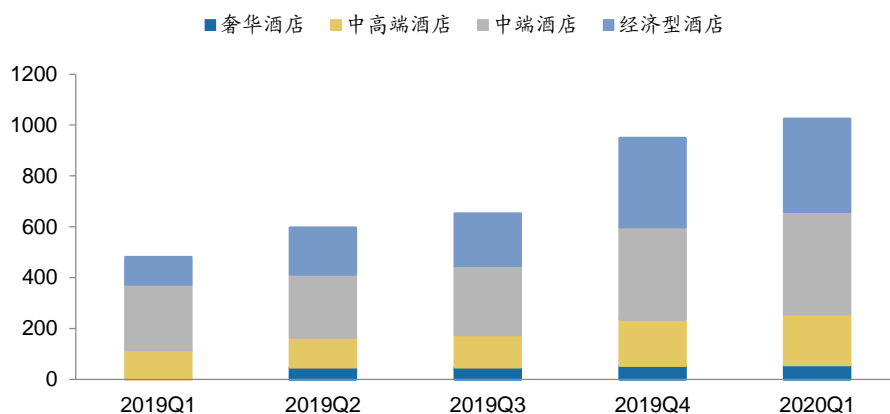
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26: 2020Q1格林酒店门店分线级城市占比



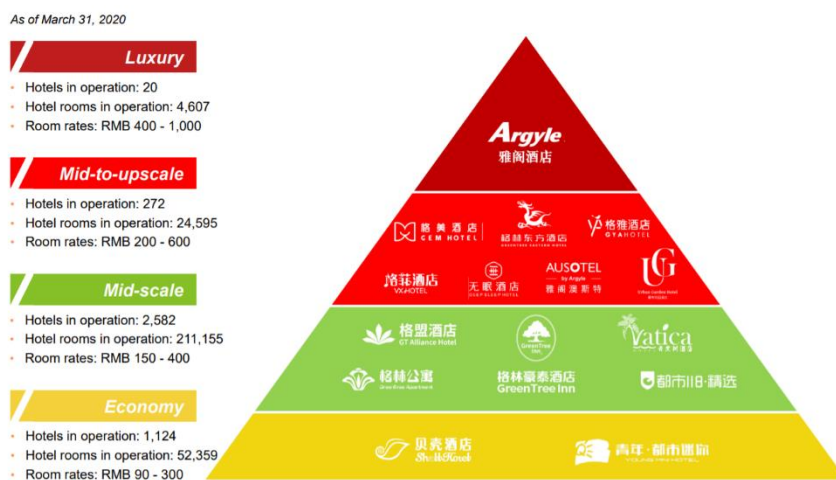
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图27: 格林酒店分级别储备店数量(家)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28: 格林酒店旗下分级别品牌矩阵和酒店数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表4：格林酒店分品牌酒店数量和净开店数量

品牌	2019 新增门店 (家)	2019 门店数量 (家)	2020Q1 净增门店 (家)	2020Q1 门店数量 (家)
奢华酒店	20	20	0	20
雅阁 Argyle**	20	20	0	20
中高端酒店	155	264	8	272
格林东方	18	105	4	109
无眠酒店	1	2	0	2
格美酒店 Gem	18	27	1	28
格雅酒店 Gya	25	26	0	26
格菲酒店 Vx	11	22	0	22
Ausotel**	10	10	0	10
都市花园酒店和其他*	72	72	3	75
中端酒店	263	2,563	19	2,582
格林豪泰酒店	132	2,013	14	2,027
格盟酒店	12	314	1	315
格林酒店公寓	7	7	3	10
青皮树酒店 Vatica	4	121	1	122
都市 118 精选酒店、都市 MINI 精选酒店*	108	108	0	108
经济型酒店	762	1,110	14	1,124
贝壳酒店	193	541	14	555
都市 118 酒店和其他酒店*	569	569	0	569
合计	1,200	3,957	41	3,998

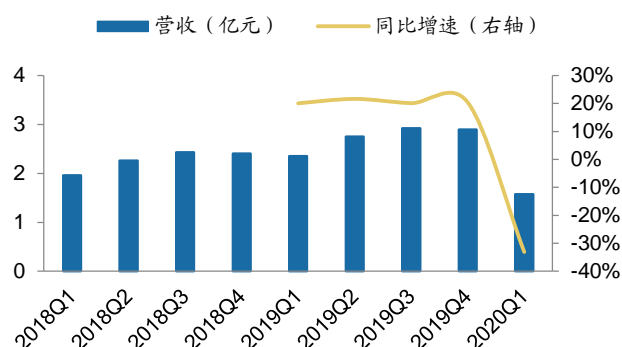
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

财务方面：一季度公司实现营收1.57亿元，同比下降33.1%。其中直营店营收3380万元，同比下降34.8%；加盟店营收1.24亿元，同比下降32.6%。首次加盟费同比增长2.4%，持续加盟费同比下降35.2%，主要受到加盟店RevPAR下降和公司减免了50%的品牌使用费和中央订房费。公司预计Q2营收同比降幅在18%-23%之间。

利润方面：Q1 Non GAAP EBITDA为4760万元，同比下降64.5%；Non GAAP净利润2770万元，同比下降69.9%。Non GAAP EBITDA率和Non GAAP净利率分别为30.2%和17.6%，同比分别下降26.7pct和21.6pct。

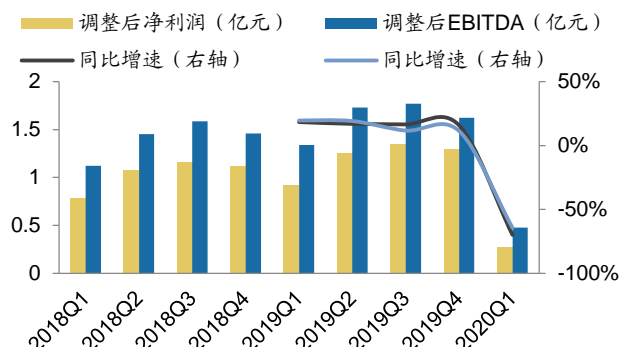
费用方面：Q1销售费用和管理费用同比分别下降27.7和增长11.7%。销售费用率和管理费用率同比分别增长0.8pct和7.3pct。剔除雅阁和都市酒店集团并表影响，Q1销售费用和管理费用同比分别下降34%和15.5%。

图29：格林酒店一季度实现营收1.57亿元同比下降33%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图30：格林酒店单季度调整后净利润和调整后EBITDA



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、景点&出境游：端午小长假、暑期临近有望刺激省内游恢复，国际航班放宽出境游或将底部复苏

（一）暑期旺季临近国内游或将加速恢复，宋城演艺全国项目6月恢复演出

2020年Q1旅游行业受疫情影响较大，Q2以来随着国内疫情逐步得到控制，出行限制逐步放宽，居民旅游信心和意愿开始恢复。从1-4月情况来看，主要省市客流同比下滑幅度在60%-70%左右。从五一旅游情况来看，五一期间较清明小长假旅游热度明显提升。我们认为随着端午小长假和暑期旅游旺季临近，受益于旅游意愿的恢复和防控措施的放宽、组团游限制解除，跨省出游也将逐步开始复苏。

北京：1-4月客流累计同比下降60.3%；4月单月同比下降61.5%。五一假期北京全市旅游接待总人数为463.3万人次，恢复到去年同期的55%。6月6日起，北京应急响应级别下调为三级。根据携程数据，6月第一周北京旅游产品订单量环比五月第一周增长超过200%，主要集中在端午假期，出游的人数多是以2人出游为主，预定的出游天数都是2-3天的短天数产品。近七成的游客选择跟团或半自助出行，三成的游客选择自由行。

上海：五一期间上海共接待游客707万人次，通过旅游拉动消费95亿元。其中已开放的130家主要景区累计接待游客285万人次。根据携程“五五购物节上海人旅游消费人气榜”，“五五购物节”一周期间上海预订自由行、跟团游、门票、租车、主题游等环比4月增长150%。5月10日，海昌海洋公园室内剧场、场馆恢复营业；5月11日上海迪士尼重新恢复开放。迪士尼门票开卖首日携程平台销量超过1.5万张。迪士尼乐园周边5公里内酒店预订量较“五一”期间增长超过100%。

黄山：1-4月客流同比下降61.8%，4月单月降幅有所收窄，同比下降33%。截止5日中午12点，黄山风景区5天累计接待游客54957人次，门票收入297.58万元。

张家界：张家界1-4月客流同比下降70.8%，4月降幅略有收窄，同比下降67.0%。五一期间接待游客75.8万人次，旅游收入6.1亿元。武陵源核心景区接待游客48476人，天门山景区接待游客53819人，大峡谷接待游客23523人，九天峰恋接待游客10634人，四大景区接待总人数占全市各景区接待总人数的60%以上。以省内游和周边游为主。

三亚：1-4月客流累计下降64.2%，4月单月同比下降77.3%。五一期间接待游客30.39万人次，按五天实际计算同比下降19.51%，按四天同口径同比下降28.61%。景区、乡村旅游点共接待游客19.29万人次，按五天实际计算下降60.81%，按四天同口径同比下降68.65%。亚特兰蒂斯（水世界&水族馆&海豚湾）接待人次3.27万人。

海南：1-4月客流累计下降70.8%，4月单月客流同比下降67%。五一期间海南累计接待游客133.54万人次，同比下降19.2%，旅游总收入9.9亿元，同比下降47.4%。

表5：主要景区和城市客流量和同比增速

	单月客流（万人次）	单月客流增速	今年以来累计客流（万人次）	累计客流增速	相关上市公司
黄山景区	26.6	-33.0%	37.8	-61.8%	黄山旅游
北京市	1203.1	-61.5%	3681.6	-60.3%	首旅酒店、锦江股份
海南省	304.4	-44.0%	1159.0	-58.4%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	44.0	-77.3%	221.3	-64.2%	中国国旅、宋城演艺、三特索道
桂林（3月）			426.3	-82.6%	丽江旅游、宋城演艺
张家界景区	161.3	-67.0%	627.0	-70.8%	张家界，宋城演艺
杭州（3月）	—	—	972.7	-74.2%	宋城演艺

数据来源：各省市旅游局，广发证券发展研究中心

表6: 主要旅游目的地和部分省市五一期间游客接待情况

旅游目的地	五一期间游客接待情况
全国整体	5月1日-5日全国接待国内游客总数为1.15亿人,实现国内旅游收入为475.6亿元,同比分别下降41.0%和59.6%。民航局预计“五一”假期5日期间民航将运输旅客约290万人次,日均约58万人次,比2019年同期减少约66.8%,比今年清明假期日均旅客运输量增长43.2%。
海南	五一期间海南累计接待游客133.54万人次,同比下降19.2%,旅游总收入9.9亿元,同比下降47.4%。
三亚	五一期间接待游客30.39万人次,按五天实际计算同比下降19.51%,按四天同口径同比下降28.61%。旅游总收入4.55亿元,按五天实际计算下降62.07%,按四天同口径同比下降69.66%。 旅游饭店平均开房率为41.89%,其中海棠湾、亚龙湾出租率分别为67.1%和54.7%。亚特兰蒂斯5月1日至3日的客房入住率数据显示均在90%左右。 景区、乡村旅游点共接待游客19.29万人次,按五天实际计算下降60.81%,按四天同口径同比下降68.65%。亚特兰蒂斯(水世界&水族馆&海豚湾)接待人次3.27万人。
黄山	截止5日中午12点,黄山风景区5天累计接待游客54957人次,门票收入297.58万元。
上海	五一期间接待游客707万人次,拉动消费95亿元,其中130家主要景点累计接待游客285万人次。
北京	五一假期,全市旅游接待总人数为463.3万人次,恢复到去年同期的55%,旅游总收入41.8亿元,恢复到去年同期的36%。
张家界	张家界1-4日旅游总人数95.25万人,1-3日同比分别下降68%、50%、47%;武陵源核心景区总游客数为4.6万人。
浙江	五一期间全省4A级及以上景区接待游客829.2万人次,同比下降45.3%。西湖游客人数为142.7万人次,较去年同期下降39.1%。 全省高速自驾车流量1924.3万车次,较去年同期2053.3万车次下降6.3%,明显好于航旅游客和过夜游。
江苏	五一期间全省接待游客总人数806.15万人次,恢复到去年同期的37.6%;实现旅游总收入47.66亿元,恢复到去年同期的26.3%。其中纳入监测的25家景区共接待游客279.06万人次,恢复到去年同期的38.8%;实现门票收入5239.08万元,恢复到去年同期的26.5%。
四川省	已开放的A级旅游景区共接待游客688.96万人次,实现门票收入8556.40万元,分别恢复到去年同期的50.02%、45.89%。A级旅游景区开园率91.16%;旅行社复工率40.43%;星级饭店复工率83.61%。

数据来源: 文旅部, 各省市区文旅局, 广发证券发展研究中心

宋城演艺全国项目6月开业, 室外剧场&多剧院模式转型持续推进: 根据文旅部于5月12日印发《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南》, 在充分做好防疫措施的情况下, 在低风险地区, 经当地党委政府同意, 可以举办营业性演出活动。恢复开放的演出场所应当严格执行人员预约限流措施。剧院等演出场所观众人数不得超过剧场座位数的30%。根据宋城演艺官网, 6月12日起, 全国八大千古情景区(杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界、宁乡、宜春)全线开园, 营业时间和演出场次有所调整。新项目方面, 西安千古情将于6月22日开业, 上海千古情将于暑期开演, 珠海演艺王国于4月底开工建设, 佛山、西塘千古情项目计划于2021年建成开放。疫情之后, 公司开始在多个千古情景区设置室外演艺剧场, 预计今年内投入使用以和原有市内剧场形成一定互补, 降低特殊事件下对室内演出的冲击。同时公司模式转型持续推进, 杭州、西安、上海项目将升级为演艺王国, 从原有的“公园+千古情”、“一个景区, 一台演出, 一种门票”到“一个集群, 多台演出, 多种票型”的转变, 游客看完所有演出需要2-3天。

表7：上海千古情、西安千古情情况梳理

	上海千古情	西安千古情
开放时间	暑假期间	6月22日
地址	浦东世博园区	西安浐灞生态区世博园
剧院数量	3个室内剧场	6个剧院和表演场所
剧目梳理	《上海千古情》、《四行仓库》、《一秀》、《寻找侏罗纪》、《古堡惊魂》等十余台演出以及VR秀、全息秀等以及外部引进的演出。	《西安千古情》、《喀秋莎》、《摩登时代》、《大地震》、《幻影》以及儿童全息秀等10多台驻场演出以及外部引进的演出。
千古情剧目内容	根植于上海历史以及浦东新区开发开放30年的奋斗史，讲述了上海浦江风云、波澜壮阔的篇章。演出分为《申沪溯源》、《1921》、《黄金时代》、《上海人家》、《风从海上来》等场。	以一位华裔少女回国寻根的故事为主线，分为《半坡之光》、《灞河之洲》、《大禹治水》、《大唐盛世》、《丝绸之路》、《伟大复兴》等篇章，讲述西安上下千年的传奇故事。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表8：宋城演艺各千古情景区恢复开园后演出安排和开闭园时间

千古情	演出安排	开/闭园时间
《宋城千古情》	6月12日三场：12:30、14:00、19:00 6月13日三场：12:30、14:00、19:00	杭州宋城：6月12日起10:30-最后一场千古情结束后30分钟；杭州乐园：6月12日起周一至周五10:00-17:00，节假日9:30-17:00；烂苹果乐园：6月12日起节假日9:30-17:00；浪浪浪水公园：暑期开放。
《三亚千古情》	6月12日起每日演出一场：19:00	6月12日起：17:00-21:00
《丽江千古情》	6月12日起每日演出一场：16:00	6月12日起：13:30-18:00
《九寨千古情》	6月12日起每日演出一场：19:00	6月12日起：15:00-20:30
《桂林千古情》	6月12日起每日演出一场：19:30	6月12日起：17:00-21:00
《张家界千古情》	6月12日-14日每天两场：15:00、19:30	6月12日起：13:00-21:00
《炭河千古情》	每日演出一场：14:30	10:30-17:00
《明月千古情》	每日演出一场：14:30	周一至周五：11:00-17:30；节假日：10:00-17:30

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图31：上海千古情演出剧目



数据来源：宋城演艺官网，广发证券发展研究中心

（二）国际航班政策放宽，多国放宽旅游入境，出境游有望底部复苏

6月4日《民航局关于调整国际客运航班的通知》发布，自6月8日起对现行国际客运航班“五个一”措施进行调整。暂停执飞我国客运航班的95家外国航空公司调整后可以按照“五个一”措施原则，在本公司经营许可范围内，选择1个具备接受能力的口岸城市每周运营1班国际客运航班。在风险可控并具备接收保障能力的前提下，可适度增加部分具备条件国家的航班增幅。6月8日起实施航班奖励措施，航空公司同一航线航班入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续3周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周1班，最多达到每周2班。在风险可控并具备接收保障能力的前提下，可适度增加部分具备条件国家的航班增幅。

近期随着全球疫情逐步得到控制，多个国家出台了逐步放开国际旅游的计划。整体来看东南亚、欧洲部分国家有望在7月对中国游客开放。考虑到部分国家入境游对经济贡献大，对入境游客签证政策、补贴刺激力度有望加大。整体来看下半年出境游有望底部复苏，但出行意愿恢复尚需时日，短途、周边国家如日韩、东南亚出境游或将率先恢复。

表9：部分国家和地区国际旅游相关政策

国家和地区	国际旅游相关政策
泰国	泰国政府已决定于7月1日取消所有为防止新冠疫情蔓延而采取的商业活动禁令，放开省际旅行与国际旅行。
韩国	自6月1日起，韩国对持外国人登录证的外国人出入境政策进行调整。持外国人登录证人员在离境前需到外国人出入境管理事务所办理再入境许可，否则无法再次入境韩国；再入境韩国时，需出示医疗机构48小时内出具的英文或韩文健康诊断书。
日本	5月25日全面解除紧急事态宣言，并计划在7月底之前逐步放宽外出限制。预计将投入1.7万亿日元，从7月下旬开始针对因新冠肺炎疫情而受到打击的旅游业和餐饮业实施需求刺激政策。
越南	7月1日起对80个国家公民实行电子签证，部分国际口岸接受电子签证持有者入境。公布的名单中包括持有中国护照的公民（新版E字头护照不予发放）。
马尔代夫	7月起恢复接待游客，游客进入马尔代夫也不需要其他额外费用。
格鲁吉亚	6月15日起恢复境内旅游，自7月1日起重新对外国游客开放。
希腊	5月29日，希腊公布首批获准入境的29个游客来源国名单包括中国。6月15日起，名单内国家旅客可搭乘国际航班从首都雅典和北部城市塞萨洛尼基入境。
西班牙	于7月起重新开放，准予外国旅客入境。
英国	英国签证中心将逐步重新开放，第一阶段北京、上海、广州、重庆四地的签证中心将计划于6月1日起开始恢复运营。

数据来源：各国旅游局，新京报，国际在线，南方都市报，环球网，广发证券发展研究中心

六、风险提示

1. 疫情发展存在不确定性，商旅和度假需求恢复不及预期；
2. 酒店直营店改造效果和进程不及预期，加盟店拓展进度不及预期；
3. 免税政策出台不及预期，新拓展免税业务盈利不及预期；
4. 商誉减值风险。

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。