

2020年05月05日

餐饮旅游

2019&20Q1 业绩综述：寒冬已过，拨云见日

■按中信行业分类下的51家社服标的统计：①19年板块营收+3.5%，归母净利141.7亿元/+23%；20Q1板块营收256.1亿元/-43.8%，归母净利-15.3亿元/-137%，主要系疫情影响所致。②20Q1年营收增速排序：人服(+15%)>职教(-6%)>餐饮(-27%)>自然景区(-40%)>免税(-44%)>酒店(-47%)>休闲景区(-60%)>出境游(-63%)。

■免税：①剔除国旅总社出表影响，19年中国国旅归母扣非净利+20.1%，符合预期；20Q1营收76.4亿元/-44.23%，受Q1机场保底租金影响，归母净利为-1.20亿元/-105.21%，符合市场预期。Q1系全额缴纳租金，不排除未来租金减免谈判空间。②三亚免税店4月份增速估计40%+，叠加同时线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出，待海外疫情拐点出现后，机场免税有望迎来反弹，继续推荐。

■职教：①19年中公营收91.76亿元/+47.12%，扣非归母净利17.00亿元/+52.79%，主赛道+新领域多引擎驱动高增；2)20Q1营收12.30亿元/-6.22%，归母扣非净利0.78亿元/-27.83%；疫情主要影响收入确认节奏，下半年预计将陆续确认收入，对全年营收增速影响较小。②2020年国考招录人数大幅增长，公考主赛道有望加速增长；非公业务多品类齐发，依托研发平台及网点高速扩张。疫情就业压力下扩招政策有望促进考研业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务加速成长。

■休闲景区：①休闲景区板块19全年营收+7.69%环比加速，但受疫情影响，20Q1合计营收-60.34%，短期承压。②宋城受益丽江、桂林及张家界千古情发力，19年景区业绩+18%，20Q1受疫情影响千古情停业短期承压，静待Q2-3政策或解禁下的基本面环比修复，中长期第二轮千古情扩张建设进度不变；中青旅双镇和天目湖户外景区部分已在3月率先限额营业，短期继续看好五一节后客流的改善修复。

■餐饮：①餐饮板块19全年营收+43.7%，归母净利+23.2%，高增主要系海底捞及九毛九快速展店扩张推动，2020年Q1虽受疫情影响同店承压，但对全年门店建设及开业影响小，继续核心看好龙头展店的主线逻辑。②根据公开业绩交流会，海底捞4月上旬门店翻台率恢复至3次/天，并计划Q2末门店营收恢复至同期的80~90%；太二酸菜鱼4月中旬门店已恢复到疫情前的95%-100%，全年维持80家展店计划不变。

■人力资源：①科锐19年归母净利1.52亿元/+29.38%，增速略超快报；20Q1营收环比放缓系疫情期间猎头与RPO放缓拖累，但灵工主业仍实现较高增长推动；人瑞19年经调整归母净利1.34亿元/+98.3%，高增符合预期。②根据公开业绩交流会，疫情期间企业对灵活用工的认知和接受度环比提升，且截止20Q1末科锐和人瑞的外派灵活用工人数环比19Q4末已分别实现环比提升和持平，中期看国内失业压力加大和企业对用人成本优化意愿提升下，灵活用工行业需求或有望加大释放。

■酒店：①锦江和首旅19Q4同店RevPAR分别-3.4%和-5.1%，环比19Q3均略有改善，叠加龙头进一步对内控费和市场改革推动，其19年扣非业绩分别同增21%和18%，均好于预期。20Q1受疫情影响两标的同店RevPAR下降48%和63%，短期承压；但锦江20Q1持续控费，亏损情况好于预期。②根据公开业绩交流会，锦江4月上旬国内入住率已恢复至40~50%，2020年维持1600家毛开店计划不变；首旅4月下旬入住率已恢复至65%，全年计划展店800~1000家环比19年加速；中期继续看好单体酒店疫情影响下在2021~22年加速品牌化和连锁化下的成长加速红利。

■继续推荐社服两大主线：1)经营拐点优质龙头组合：中国国旅、宋城演艺+天目湖、锦江+首旅、九毛九+海底捞+广州酒家等。2)就业类服务业逆周期组合：就业压力加大下，职教培训和灵活用工需求有望提升，利好龙头中公+科锐+人瑞。

■风险提示：宏观经济放缓、疫情或天气等不可控因素影响、外延扩张不及预期等。

行业专题报告

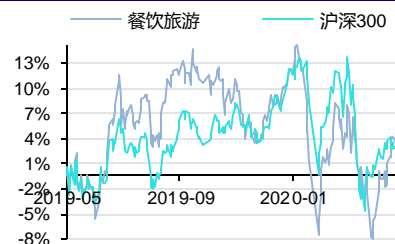
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	103.70 买入-A
002607	中公教育	- 买入-A
300144	宋城演艺	34.00 买入-A
300662	科锐国际	46.50 买入-A
06919	人瑞人才	52.50 买入-A
600754	锦江酒店	32.50 买入-A
600258	首旅酒店	19.50 买入-A
06862	海底捞	38.50 买入-A
09922	九毛九	10.48 买入-A
603043	广州酒家	38.50 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-9.72	-22.92
绝对收益	-0.57	-7.52	-22.93

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

社服零售 2020Q1 基金持仓分析，继续推荐四大主线 2020-04-26

“五一”旅游预定热度再起，重点关注社服优质龙头拐点机会 2020-04-19

海南免税线上补购全面推行，国旅再落新店，继续看好社服优质龙头经营复苏 2020-04-12

商社板块一季报前瞻更新：把握确定性和等待拐点机会 2020-04-06

消费券来袭，零售社服影响几何？ 2020-03-29

内容目录

1. 社服行业 2019 年&20Q1 业绩汇总	6
2. 细分子板块：职教、人服逆周期属性较强、酒店短期仍受宏观压力	9
2.1. 免税：国旅 19 年业绩高增符合预期，20Q1 营收好于市场预期	9
2.2. 酒店：轻资产展店继续推进，但受疫情影响 Q1 经营数据承压	10
2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，疫情影响下行业整体承压	11
2.4. 景区：演艺景气上行，自然景区受门票降价业绩承压	12
2.5. 职教：中公教育 19 年收入业绩保持高速增长，疫情影响短期收入节奏	14
2.6. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长	14
2.7. 餐饮：展店稳步推进，中长期逻辑不变	14
3. 本周市场回顾	16
3.1. 行业表现	16
3.1.1. 本周各板块涨跌幅：所有板块指数均上涨	16
3.1.2. 本周估值对比：休闲服务板块估值处历史中等水平	17
3.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：宋城演艺上涨 12.91%	18
3.2. 资金动向：中国国旅净买入额占社服榜首	19
4. 本周行业资讯	20
4.1. 酒店：北京“解封”	20
4.2. 景区：旅游景区开放需注意限制客流	21
4.3. 出境游：中香港旅游展望新常态	22
5. 下周重要提示	23
6. 投资建议：寒冬已过，拨云见日	23
7. 风险提示	25

图表目录

图 1：2019 年消费者服务板块整体完成营收 1991.9 亿元	6
图 2：2019 年消费者服务板块归母净利增速 23%	6
图 3：2019Q2-2020Q1 各子版块单季营收增速	6
图 4：2019Q2-2020Q1 各子版块单季归母净利增速	6
图 5：2019 年各子版块营收增速	7
图 6：2019 年各子版块归母净利增速	7
图 7：2019 年消费者服务板块归母净利率为 7.1%	7
图 8：2019 年消费者服务板块期间费用率为 34.9%	7
图 9：酒店板块 2019 年&2020Q1 营收及增速	10
图 10：酒店板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速	10
图 11：酒店板块 2019&2020Q1 利润率	10
图 12：酒店板块 2019&2020Q1 费用率	10
图 13：出境游板块 2019 年&2020Q1 营收及增速	11
图 14：出境游板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速	11
图 15：出境游板块 2019 年&2020Q1 利润率	12
图 16：出境游板块 2019 年&2020Q1 费用率	12
图 17：休闲景区板块 2019 年&2020Q1 营收及增速	12
图 18：休闲景区板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速	12
图 19：自然景区板块 2019 年&2020Q1 营收及增速	13

图 20: 自然景区板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速.....	13
图 21: 休闲景区板块 2019Q1-3 利润率.....	13
图 22: 休闲景区板块 2019 年&2020Q1 费用率.....	13
图 23: 自然景区板块 2019 年&2020Q1 利润率.....	13
图 24: 自然景区板块 2019 年&2020Q1 费用率.....	13
图 25: 餐饮板块 2019 年&2020Q1 营收及增速.....	15
图 26: 餐饮板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速.....	15
图 27: 餐饮板块 2019 年费用率情况.....	15
图 28: 餐饮板块 2019 年销售和管理费用率情况.....	15
图 29: 休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 3 位 (2020/4/30)	16
图 30: 所有板块均上涨, 酒店板块上涨 6.97% (2020/4/30)	17
图 31: 休闲服务板块相对估值图 (2020/4/30)	17
图 32: 旅游综合板块相对估值图 (2020/4/30)	17
图 33: 餐饮板块相对估值图 (2020/4/30)	17
图 34: 酒店板块相对估值图 (2020/4/30)	17
表 1: 2019 年各子板块公司财务指标明细.....	8
表 2: 酒店企业倍数.....	11
表 3: 大盘整上涨, 上证综指上涨 1.84%, 休闲服务上涨 4.30% (2020/4/30)	16
表 4: 本周休闲服务板块个股龙涨虎榜 (A 股)	18
表 5: 本周教育板块个股龙涨虎榜.....	18
表 6: 休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)	19
表 7: 教育板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)	19
表 8: 下周个股重要提示 (2020/5/6-2020/5/10)	23

报告核心观点：

按中信行业分类下的 51 家社服标的统计：①19 年板块营收 1991.9 亿元/+3.5%，毛利率 47.0%/+2.6pct，期间费率 34.9%/+1.7pct，归母净利 141.7 亿元/+23%，经营现金流净额 221.7 亿元/+5.6%；20Q1 板块营收 256.1 亿元/-43.8%，毛利率 28%/-18.5%，期间费率 38.8%/3.0pct，归母净利-15.3 亿元/-137%，经营现金流净额-37.6 亿元/-158%，主要系疫情期间景区及餐饮 1-3 月停业以及客流有所影响所致。②19 年增速排序：营收增速：人服（+63.2%）>职教（+47.1%）>餐饮（+43.8%）>休闲景区（+7.7%）>自然景区（+6.0%）>酒店（+2.7%）>免税（+2.0%，受国旅总社出表影响）>出境游（-13%）；归母净利增速：职教（+56.5%）>免税（+49.6%）>人服（+29.4%）>酒店（+24.8%）>餐饮（+20.7%）>休闲景区（+1.2%）>自然景区（-40.4%）>出境游（-45.5%）；③20Q1 年营收增速排序：人服（+14.9%）>职教（-6.2%）>餐饮（-27.2%）>自然景区（-40.4%）>免税（-44.2%）>酒店（-46.8%）>休闲景区（-60.3%）>出境游（-62.8%）。④基于行业综合判断，各子板块景气度如下：免税>职教>人服>餐饮>休闲景区>酒店>自然景区>出境游。

免税：短期看疫情拐点，中长期看海南及市内店增量空间。1) 剔除国旅总社出表影响，19 年中国国旅营收增速 36.4%，归母扣非净利增速 20.1%，符合预期；20Q1 营收 76.4 亿元/-44.23%，好于预期。受 Q1 机场保底租金影响（租金所在项目“其他应付款”同比净增 17 亿，“销售费用”达 32.5 亿）归母净利为-1.20 亿元/-105.21%，符合市场预期。Q1 系全额缴纳租金，不排除未来租金减免谈判空间。2) 分拆营收看，三亚/日上上海/首都机场免税店 2019 年营收增速分别为 31%/45%/16%，20Q1 三亚免税营收同降 37%，其中 3 月环比降幅收窄；3) 三亚免税店 4 月份增速估计 40%+，叠加同时线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出，待海外疫情拐点出现后，机场免税有望迎来反弹，继续推荐。

职教：主赛道+新领域多引擎驱动高增，疫情影响收入确认节奏，看好政策红利+龙头优势下长期发展空间。1) 19 年中公营收 91.76 亿元/+47.12%，归母净利 18.05 亿元/+56.52%，扣非归母净利 17.00 亿元/+52.79%，主赛道+新领域多引擎驱动高增；2) 20Q1 营收 12.30 亿元/-6.22%，归母净利 1.16 亿元/+9.52%，归母扣非净利 0.78 亿元/-27.83%。但是销售商品、提供劳务收到现金为 42.68 亿元/+12.7%；合同负债较年初增加 29.14 亿元/+113.94%，疫情主要影响收入确认节奏，下半年预计将陆续确认收入，对全年营收增速影响较小。3) 2020 年国考招录人数大幅增长，公考主赛道有望加速增长；非公业务多品类齐发，依托研发平台及网点高速扩张。疫情就业压力下扩招政策有望促进考研业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务加速成长。

休闲景区：户外休闲景区客流 Q1 率先恢复，室内景区静待政策解禁。①休闲景区板块 19 全年营收+7.69%环比 19Q1-3 加速(+3.08%)，19 全年归母净利+1.24%环比 19Q1-3 的+7.13%放缓，主要系宋城 19Q4 六间房出表而 18Q4 在表内，以及中青旅业绩 19Q4 承压所致。受疫情影响，20Q1 合计营收-60.34%，归母净利-134.03%，短期经营承压符合预期。②不同标的由于项目开业周期不同业绩分化大：宋城受益丽江、桂林及张家界千古情发力，19 年景区业绩+18%实现领跑，20Q1 受疫情影响千古情停业短期承压，静待 Q2-3 政策或解禁下的基本面环比修复，但中长期第二轮千古情扩张建设进度不变，目前对应 2021 年景区主业 PE 27x 继续推荐！中青旅双镇和天目湖户外景区部分已在 3 月率先限额营业，短期继续看好五一节后客流的改善修复。

餐饮：19 年业绩+23.2%继续高增，4 月各大餐企同店数据快速修复符合预期。①餐饮板块 19 全年营收+43.7%，归母净利+23.2%，营收业绩高增继续系龙头标的海底捞火锅门店以九毛九明星品牌太二酸菜鱼快速展店扩张推动，2020 年 Q1 虽受疫情影响同店有所影响（港股

不披露一季报)，但对全年门店建设及开业影响小，继续核心看好龙头展店的主线逻辑。②根据各家餐企的公开业绩交流指引，海底捞 4 月上旬门店翻台率已恢复至 3 次/天，并计划 Q2 末门店营收恢复至同期的 80~90%，且在装修门店增至 303 家，全年展店计划继续推进。太二酸菜鱼 4 月中旬门店已恢复到疫情前的 95%-100%，核心系今年新推外卖业务助力，全年维持 80 家展店计划不变。广州酒家餐饮门店 1-3 月受影响但 4 月已环比改善，短期速冻收入高增弥补部分损失。

■人力资源：科锐中国大陆灵工 19 年收入+63.56%，20Q1 受疫情影响但收入仍同增 30~40%，人瑞 19 年灵工收入+43%，高成长逻辑不变继续推荐。①科锐 19 年营收+63.24%，归母净利 1.52 亿元/+29.38%，增速略超快报；20Q1 营收+14.93%，归母净利+3.72%，环比放缓系疫情期间猎头与 RPO 放缓，但灵工主业仍实现较高增长推动；人瑞 19 年营收+41.6%，经调整归母净利 1.34 亿元/+98.3%，高增长符合预期。②根据公司公开业绩交流，国内灵工 20Q1 期间迎来风口，企业对该模式的认知和接受度环比提升，截止 20Q1 末科锐和人瑞的外派灵活用工人数环比 19Q4 末已分别实现环比提升和持平，预计 Q2-3 在国内企业复工复产下，灵工和猎头等业务有望继续环比修复；中期看国内失业压力加大和企业对用人成本优化意愿提升下，灵活用工行业需求或有望加大释放；长期继续坚定看好科锐&人瑞在国内灵工行业渗透率提升下需求扩容和龙头市占率提升双红利下的成长潜力。

酒店：锦江&首旅 19 年扣非业绩好于预期，4 月入住率快速修复且全年展店延续，继续推荐。

①酒店板块 19 年营收+2.72%，归母净利+24.81%，环比 19Q1-3 -4.23%改善，系首旅 18Q4 含 1.11 亿元资产减值损失所致；锦江和首旅 19Q4 同店 RevPAR 分别-3.4%和-5.1%，环比 19Q3 均略有改善，叠加龙头进一步对内控费和市场化改革推动（19 年板块整体期间费率同降 2.61pct），锦江和首旅 19 年扣非业绩分别同增 21%和 18%，均好于预期。20Q1 受疫情影响锦江和首旅同店 RevPAR 下降 48%（不含停业门店）和 63%，短期经营承压；但受益锦江 20Q1 期间持续控费，非归母净利-0.94 亿元，亏损情况好于预期，彰显业绩韧性。②根据各公司公开业绩交流和年报，锦江 4 月上旬国内入住率已恢复至 40~50%，2020 年维持 1600 家毛开店计划不变；首旅 4 月下旬入住率已恢复至 65%，全年在如家商旅和开发人员激励提升下计划展店 800~1000 家环比 19 年加速；华住 3 月底入住率恢复至 62%，全年计划新开店 1600-1800 家基本维持此前 19Q3 季报中的展店指引不变；中期继续看好单体酒店疫情影响下在 2021~22 年加速品牌化和连锁化下的成长加速红利。

出境游&自然景区：海外疫情扩散静待出境游拐点，自然景区 Q2 限额开发下客流迎环比改善。①出境游 2019 年受巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等影响，19 全年营收下滑 13.02%，归母净利下滑 458.46%。20Q1 受海外疫情扩散境外业务承压，静待海外疫情后续拐点。②自然景区 2019 年营收+6.00%，归母净利-40.38%，主要受 18 年下旬的降门票政策集体实施所致。短期虽户外景区仍受不超最大接待量 30%的客流限制，但五一数据环比清明均实现进一步改善修复，看好 Q2-3 的客流有序回暖。

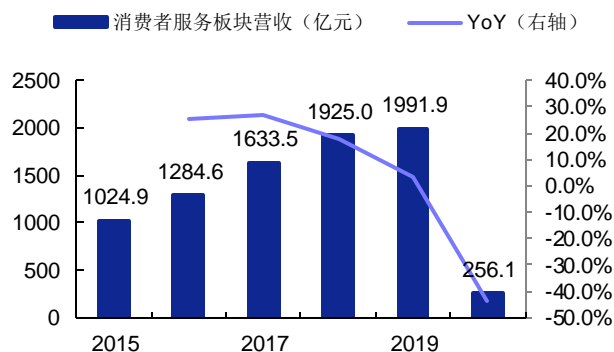
继续推荐社服两大主线：1) 餐饮旅游经营拐点优质龙头组合：继续推荐中国国旅、宋城演艺+天目湖，锦江+首旅、九毛九+海底捞+广州酒家等。2) 就业类服务业逆周期组合：就业压力加大下，职教培训和灵活用工需求有望提升，利好龙头中公+科锐+人瑞。

风险提示：宏观经济放缓、产品结构调整不及预期、境外目的地受地缘政治影响导致客流减少、疫情或天气等不可控因素影响等。

1. 社服行业 2019 年&20Q1 业绩汇总

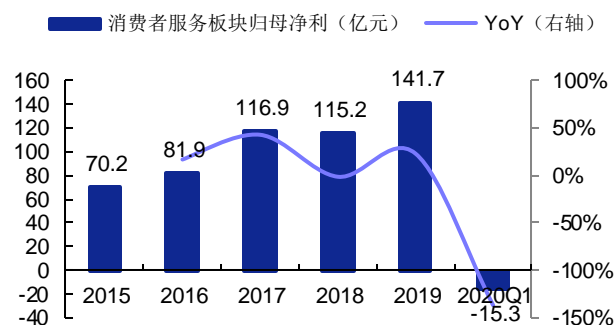
按照中信消费者服务行业分类，目前 51 家公司 2019 年报及 2020 年一季报已披露完毕，2019 年合计实现营收 1991.9 亿元/+3.5%，实现归母净利 141.7 亿元/+23%，平均毛利率约 47.0%/+2.6pct；受疫情影响，2020 年 Q1 合计实现营收 256.1 亿元/-43.8%，实现归母净利-15.3 亿元/-137%，平均毛利率 28%/-18.5%。我们重点推荐中国国旅、中公教育、宋城演艺、广州酒家、科锐国际，关注低估值酒店板块。

图 1：2019 年消费者服务板块整体完成营收 1991.9 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2019 年消费者服务板块归母净利增速 23%

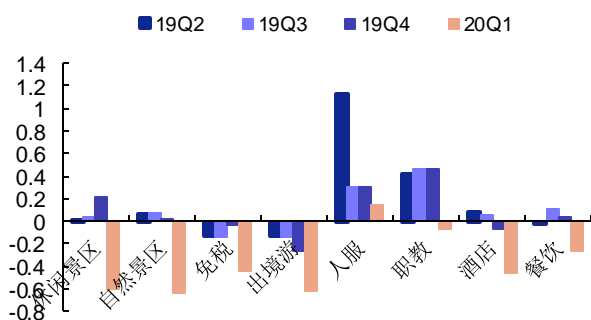


资料来源：Wind，安信证券研究中心

分季度看，按照中信消费者服务行业分类：1)收入端，20Q1 完成营收 256.1 亿元/-43.8%，19Q4 完成营收 496.5 亿元/+1.2%，19Q3 合计实现营收 563.8 亿元/-1.0%；20Q1 营收为负主要系疫情期间，旅游、餐饮行业停业，教育培训线下培训暂停所致。

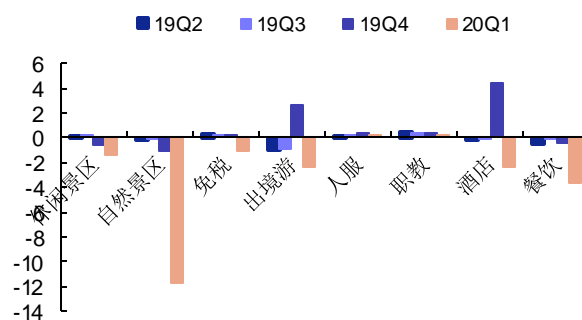
2) 归母净利端：20Q1 实现归母净利-15.3 亿元/-137%；19Q4 实现 2.2 亿元，扭亏为盈，19Q3 实现 55.5 亿元/+2.1%；19Q4 业绩增速扭亏为盈主要受文化长城、勤上股份等公司大幅减亏带动；20Q1 业绩增速下降主因疫情影响下营收减少，而员工、房租等成本较为刚性。

图 3：2019Q2-2020Q1 各子版块单季营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2019Q2-2020Q1 各子版块单季归母净利增速



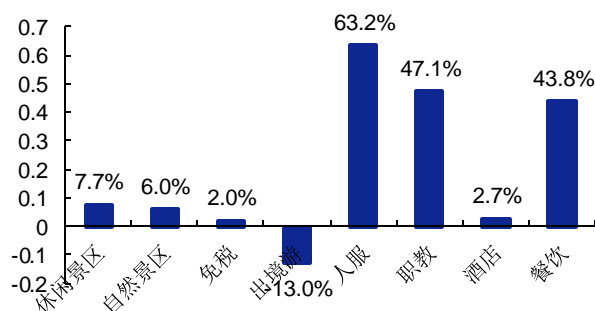
资料来源：Wind，安信证券研究中心

3) 分子版块看增速变化：

子版块 2019 年增速表现：①营收增速：人服>职教>餐饮>休闲景区>自然景区>酒店>免税>出境游；②归母净利增速：职教>免税>人服>酒店>餐饮>休闲景区>自然景区>出境游，免税业绩增速较高主要系国旅总社出表带来较多非流动资产处置损益，主业受益于离岛免税三亚海棠湾店高增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动。基于行业的增速判断，各板块的行

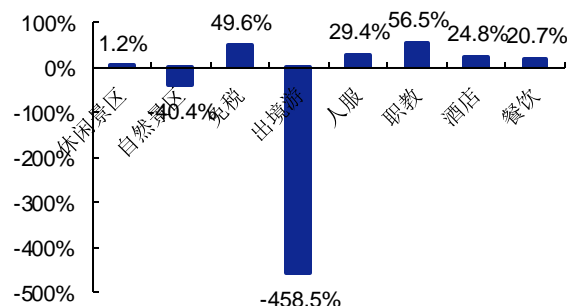
景气程度如下：免税>职教>人服>餐饮>休闲景区>酒店>自然景区>出境游。

图 5：2019 年各子版块营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

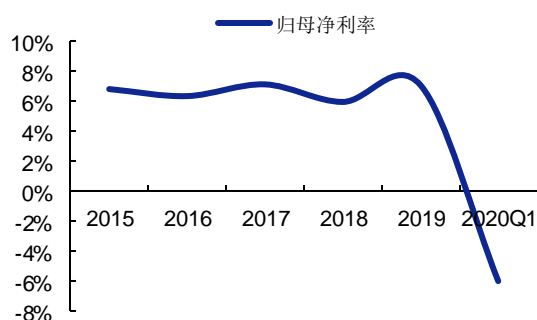
图 6：2019 年各子版块归母净利增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

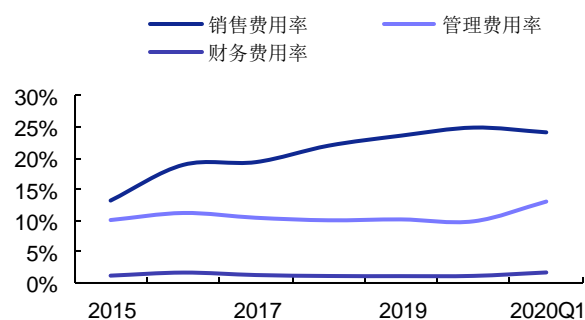
19 年盈利能力表现优化，受疫情影响 20Q1 承压：2019 年整体归母净利率同比上升 1.1pct 至 7.1%，主要系中国国旅旗下国旅总社出表大幅推升净利率所致；整体期间费用率提升 1.7pct 至 34.9%，主要系中国国旅业务结构发生较大变化，旅行社业务剥离、免税业务占比大幅提升；受疫情影响，20Q1 归母净利率由去年同期 9.1% 降至 -6.0%，期间费用率上升 3pct 至 38.8%。

图 7：2019 年消费者服务板块归母净利率为 7.1%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2019 年消费者服务板块期间费用率为 34.9%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：2019 年各子板块公司财务指标明细

子版块	证券简称	营业收入 YoY	归母净利 YoY	毛利率	毛利率变 动 (pct)	净利率	净利率变 动 (pct)	期间费 用率	期间费 用率变 动 (pct)	ROE	ROE 变 动 (pct)
景区	中青旅	14.6%	-4.9%	24.1%	-1.2	6.5%	-1.0	17.1%	0.4	8.9%	-1.26
	宋城演艺	-18.7%	4.1%	71.4%	5.0	52.3%	12.5	14.0%	-3.5	14.8%	-1.48
	黄山旅游	-0.9%	-41.6%	56.0%	1.8	22.6%	-14.7	24.9%	1.9	8.1%	-6.11
	峨眉山 A	3.3%	8.1%	43.5%	0.9	20.4%	0.9	15.9%	-1.1	9.2%	0.07
	三特索道	4.4%	-91.5%	57.2%	1.6	3.5%	-18.4	42.2%	2.9	1.1%	-13.96
	丽江旅游	6.5%	6.2%	67.1%	-0.1	32.2%	2.7	27.2%	-0.6	8.2%	0.10
	桂林旅游	5.8%	-31.6%	43.1%	-2.9	4.1%	-7.5	37.3%	-0.9	3.5%	-1.73
	长白山	0.7%	11.3%	35.1%	0.7	16.1%	1.5	11.6%	-1.0	7.2%	0.29
	天目湖	2.8%	19.9%	65.3%	3.2	28.1%	4.0	26.8%	-4.1	14.3%	1.25
	张家界	-9.2%	-58.1%	29.9%	-1.6	2.7%	-2.7	24.0%	1.1	0.7%	-0.99
	大连圣亚	-8.3%	-27.6%	61.2%	-4.8	12.0%	-3.3	39.1%	3.3	7.9%	-4.32
	九华旅游	10.7%	27.1%	48.1%	1.1	21.8%	2.8	19.4%	-1.8	10.2%	1.50
	曲江文旅	-2.9%	-40.8%	26.2%	-0.9	3.6%	-2.2	20.7%	2.5	4.3%	-3.39
	云南旅游	27.4%	-80.6%	18.0%	0.0	2.1%	-21.0	12.8%	-1.6	4.4%	-23.47
	西安旅游	-2.5%	-131.4%	5.4%	-1.0	-3.7%	-13.5	8.3%	-1.9	-3.5%	-15.20
	国旅联合	29.0%	127.4%	16.5%	-9.6	-52.8%	-29.0	20.5%	-5.1	-55.3%	-38.35
免税	中国国旅	2.0%	49.6%	49.4%	7.9	11.3%	2.9	34.3%	6.3	25.6%	5.18
	众信旅游	3.6%	191.1%	9.7%	0.4	0.6%	0.2	9.0%	0.5	2.9%	1.88
出境游	凯撒旅游	-26.2%	-35.3%	20.4%	2.3	2.5%	-0.2	17.7%	4.2	5.5%	-3.72
	腾邦国际	-32.5%	-1039.5%	1.7%	-13.9	-53.7%	-57.2	20.0%	8.3	-74.8%	-80.92
人服	科锐国际	63.2%	29.4%	14.3%	-3.8	5.0%	-1.3	7.9%	-2.6	19.2%	1.76
职教	中公教育	47.1%	56.5%	58.5%	-0.6	19.7%	1.2	38.0%	-1.0	56.5%	9.13
	锦江股份	2.7%	0.9%	89.9%	0.3	8.5%	0.1	80.4%	-1.3	8.4%	-0.01
	首旅酒店	-2.7%	3.3%	93.7%	-0.8	11.1%	0.6	78.9%	-1.2	10.3%	-0.71
酒店	金陵饭店	14.8%	-2.7%	55.9%	-4.0	10.0%	-1.2	40.7%	-4.1	5.1%	-0.18
	岭南控股	12.6%	26.5%	13.8%	-1.6	3.6%	0.5	10.3%	-1.5	9.9%	1.89
	华天酒店	15.9%	-110.5%	50.8%	-3.0	0.2%	73.1	71.7%	-18.6	2.0%	19.20
	号百控股	-8.1%	-45.8%	16.4%	-6.6	3.8%	-2.3	12.0%	-4.3	3.2%	-2.82
	大东海 A	-12.1%	15.8%	57.3%	-2.9	2.9%	0.7	58.6%	5.9	1.0%	0.13
餐饮	广州酒家	19.4%	0.1%	52.8%	-1.9	12.7%	-2.4	36.8%	0.8	18.6%	-2.45
	西安饮食	0.9%	-597.9%	32.2%	-1.6	-9.6%	-11.3	40.3%	5.0	-7.4%	-8.79
	全聚德	-11.9%	-38.9%	58.5%	-1.5	2.5%	-2.1	56.1%	2.7	3.0%	-1.88
	海底捞	56.6%	42.4%	-	-	8.8%	-0.9	-	-	24.4%	-9.53
	颐海国际	59.8%	38.8%	38.3%	-0.4	18.5%	-1.9	15.1%	0.1	31.1%	1.58
	呷哺呷哺	27.4%	-37.7%	-	-	4.8%	-4.9	-	-	12.5%	-9.40

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 细分子板块：职教、人服逆周期属性较强、酒店短期仍受宏观压力

2.1. 免税：国旅 19 年业绩高增符合预期，20Q1 营收好于市场预期

业绩简述：2019 年，中国国旅实现营收 479.66 亿元/+2.04%，归母净利 46.29 亿元/+49.58%，归母扣非净利 38.29 亿元/+21.79%，公司拟 10 派 7.2 元；经营性现金流净额 29.26 亿元/+7.49%。非经常项主要为国旅总社出表产生的非流动资产处置收益。2020Q1：实现营收 76.4 亿元/-44.23%，好于市场预期，归母净利-1.20 亿元/-105.21%，归母扣非净利-1.20 亿元/-107.55%。经营性现金流净额-7.4 亿元/-120.28%。

19 全年营收保持高位增长，毛利率及盈利能力保持优化。2019 年实现营收 479.66 亿元/+2.04%，19Q4 单季实现营收 123.8 亿元/-4.06%，主要受国旅总社出表影响；归母净利 46.29 亿元/+49.58%，归母扣非净利 38.29 亿元/+21.79%，符合预期。剔除国旅总社出表影响，2019 年中国国旅营收增速约 36.4%，归母扣非净利增速 20.1%；2019Q4 单季营收增速约 26.3%，归母扣非净利增速约 -4.9%，公司收入稳定增长，盈利能力保持平稳，符合我们此前预期。2019 年毛利率大幅提升 7.96pct 至 49.07%，主要系毛利率较低的旅游业务出表以及商品贸易业务规模提升驱动毛利率水平持续优化。

分版块来看，免税及有税表现优异。商品销售实现营收 469.67 亿元/+36.79%，毛利率 49.55%/-2.69pct。免税销售营收 458.18 亿元/+37.89%，受汇率影响毛利率下降 3.09pct 至 50.00%；有税商品销售营收 11.49 亿元/+3.75%，毛利率 31.59%/+4.68pct。2019 年 1 月国旅总社已转让给中国旅游集团，受此影响旅游服务营收同比下降 95.12%至 5.99 亿元，毛利率 11.44%/+1.43pct。具体而言：①2019 年三亚国际免税收入约 104.65 亿元/+30.65%，归母净利润 14.2 亿元/+28%，归母净利率同比下降 0.2pct 至 13.6%；②日上上海收入 151.48 亿元/+44.9%，归母净利润 4.49 亿元，归母净利率达 3%；③首都机场免税店实现营收 85.89 亿元/+16.25%，日上中国收入 74.77 亿元/+11%，归母净利润 1.40 亿元/-20.5%，归母净利率同比下降 0.7pct 至 1.9%，受机场扣点影响有所承压；④香港机场烟酒段收入 24.02 亿元/+14.54%，香港机场烟酒段受香港事件影响导致客流量下滑，或将产生部分亏损拖累业绩；⑤白云机场收入 19.22 亿元/+117.46%。

盈利能力持续优化，受机场租赁费用影响销售费率有所提升。2019 年归母净利率增加 3.1pct 至 9.65%。从费用率看，销售费用率提升 6.39pct 至 1.07%，主要由于机场免税业务增长带来的机场租赁费用增加；管理费用率降低 0.18pct 至 3.23%，主要系国旅出表，以及公司管理效率持续优化；汇率变动产生的汇兑损失，以及公司业绩增长导致刷卡手续费增加导致财务费用同比有所增加。

现金流健康，营运能力向好。2019 全年，经营性现金流净额 29.26 亿元/+7.49%，与归母扣非净利润匹配程度较高，总体而言公司资金充足、现金流保持健康。应收账款周转天数由 2018 年约 7.37 天缩短至约 6.67 天，主要系出表国旅总社大幅降低应收账款；应付账款周转天数由 33.5 天提升至 47.4 天，营运能力保持向好。

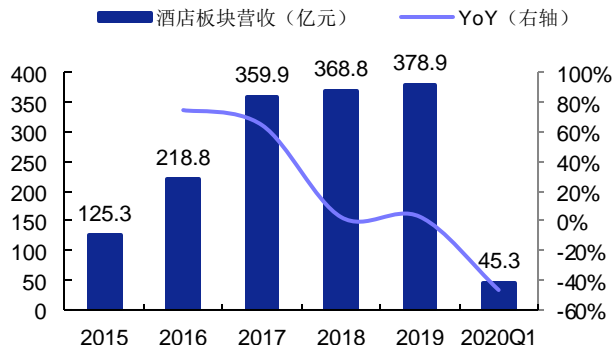
20Q1 营收超市场预期，业绩承压主要受机场固定租金影响。受新冠疫情影响三亚免税店 1 月 26 日至 2 月 19 日闭店，2020Q1 公司实现营收 76.4 亿元/-44.23%，营收好于我们此前的预期。受机场保底租金影响，归母净利有所下滑，为-1.20 亿元/-105.21%，归母扣非净利-1.20 亿元/-107.55%，业绩符合市场预期，在一季度疫情导致线下门店关店大背景下，中国国旅展现自身实力。

中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。短期海外疫情形势依然严峻，但3月以来线上线下齐发力助力销售额回暖，线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出。公司中长期基本面稳健，待海外疫情拐点后，有望迎来估值修复。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②消费升级催化三亚及日上免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④国人免税仍在争取过程，一旦落地将产生巨大增量贡献；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2.2. 酒店：轻资产展店继续推进，但受疫情影响 Q1 经营数据承压

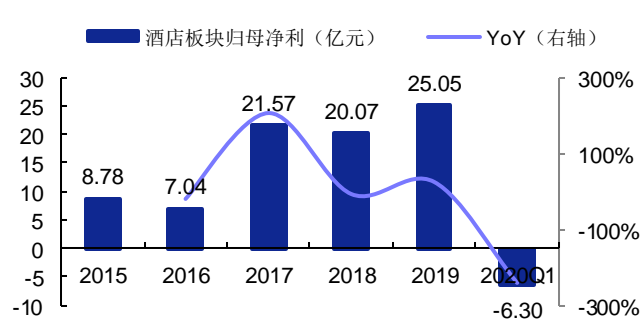
酒店板块-核心跟踪：锦江&首旅 19 年扣非业绩好于预期，4 月入住率快速修复且全年展店延续，继续推荐。①酒店板块 19 年营收+2.72%，归母净利+24.81%，环比 19Q1-3 -4.23%改善，系首旅 18Q4 含 1.11 亿元资产减值损失所致；锦江和首旅 19Q4 同店 RevPAR 分别-3.4%和-5.1%，环比 19Q3 均略有改善，叠加龙头在 19 年进一步对内控费和市场化改革推动，锦江和首旅 19 年扣非业绩分别同增 21%和 18%，均好于预期。20Q1 受疫情影响锦江和首旅同店 RevPAR 下降 48%（不含停业门店）和 63%，短期承压符合预期。②根据各公司公开业绩交流和年报，锦江 4 月上旬国内入住率已恢复至 40~50%，2020 年维持 1600 家毛开店计划不变；首旅 4 月下旬入住率已恢复至 65%，全年在如家商旅和开发人员激励提升下计划展店 800~1000 家环比 19 年加速；中期继续看好单体酒店疫情影响下在 2021~22 年加速品牌化和连锁化下的成长加速红利。

图 9：酒店板块 2019 年&2020Q1 营收及增速



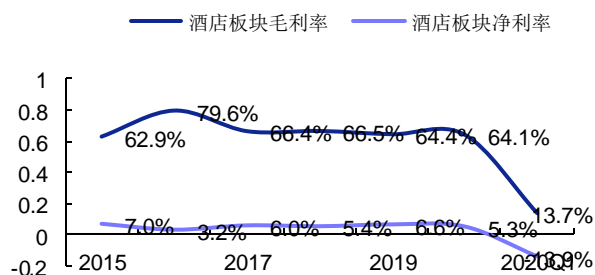
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：酒店板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速



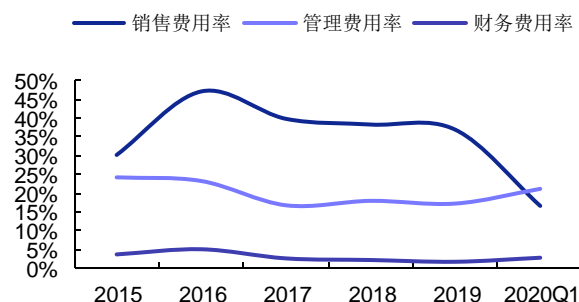
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：酒店板块 2019&2020Q1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：酒店板块 2019&2020Q1 费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：酒店企业倍数

证券代码	证券名称	企业倍数(EV2/EBITDA)[交易日期]最新 (2020-05-01)
600754.SH	锦江股份	10.51
600258.SH	首旅酒店	7.88
601007.SH	金陵饭店	9.23
000524.SZ	岭南控股	5.82
000428.SZ	华天酒店	13.32
600640.SH	号百控股	33.21
000613.SZ	大东海 A	306.11

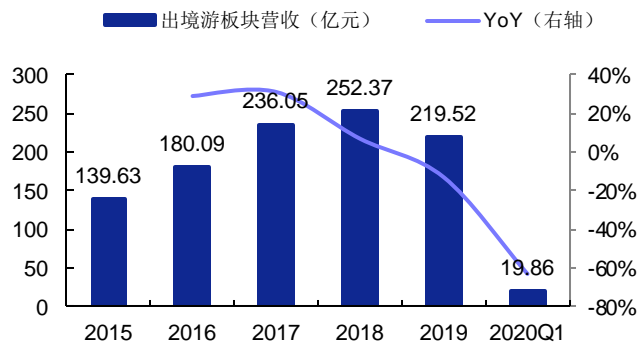
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，疫情影响下行业整体承压

出境游-核心跟踪：海外疫情扩散静待出境游拐点。出境游 2019 年受巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等影响，19 全年营收下滑 13.02%，归母净利下滑 458.46%。20Q1 受海外疫情扩散境外业务承压，静待海外疫情后续拐点。

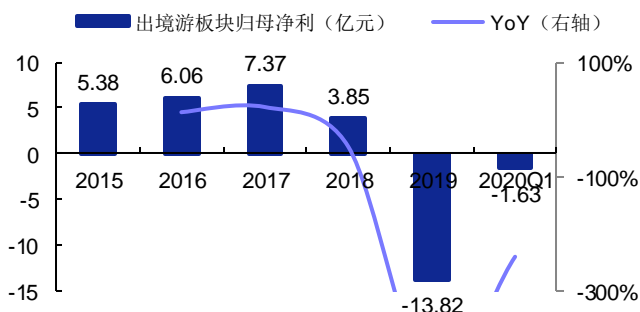
2019 年整体营收下滑 13.02%至 219.52 亿元，归母净利-13.82 亿元/-458.46%，主要受东南亚出境游恢复情况不及预期，且巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等对行业整体造成负面影响；受国内外疫情影响，2020 年 Q1 出境游板块合计实现营收 19.86 亿/-63.01%，完成归母净利-1.63 亿/-240.82%。

图 13：出境游板块 2019 年&2020Q1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

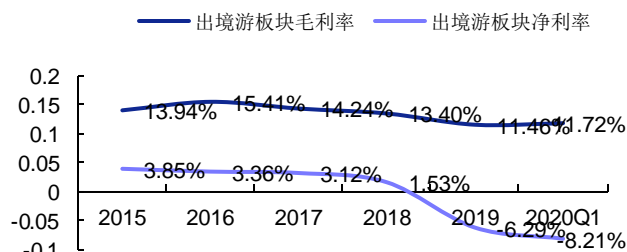
图 14：出境游板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

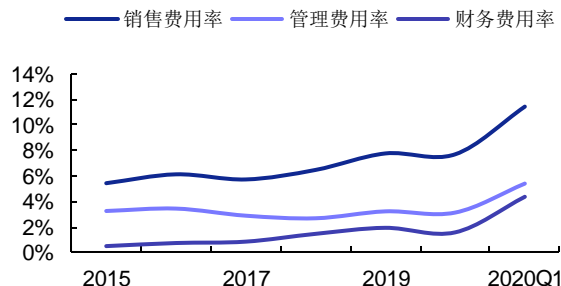
受宏观因素影响毛利率下滑、费用率整体上升。2019 年毛利率为 11.46%/-1.94pct；费用率方面，由于事件性影响下行业竞争环境恶化，期间费用率整体上升 2.31pct 至 12.94%；2020Q1 毛利率为 11.72%/-3.21pct 有所下滑；费用率方面，由于疫情影响旅游人数减少，期间费用率整体上升 8.80pct 至 21.21%。

图 15: 出境游板块 2019 年&2020Q1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 出境游板块 2019 年&2020Q1 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 景区：演艺景气上行，自然景区受门票降价业绩承压

休闲景区-核心跟踪：户外休闲景区客流 Q1 率先恢复，室内景区静待政策解禁。①休闲景区板块 19 全年营收+7.69%环比 19Q1-3 加速(+3.08%)，19 全年归母净利+1.24%环比 19Q1-3 的+7.13%放缓，主要系宋城 19Q4 六间房出表而 18Q4 在表内，以及中青旅业绩 19Q4 承压所致。受疫情影响，20Q1 合计营收-60.34%，归母净利-134.03%，短期经营承压符合预期。②不同标的由于项目开业周期不同业绩分化大：宋城受益丽江、桂林及张家界千古情发力，19 年景区业绩+18%实现领跑，20Q1 受疫情影响千古情停业短期承压，静待 Q2-3 政策或解禁下的基本面环比修复，但中长期第二轮千古情扩张建设进度不变，目前对应 2021 年景区主业 PE 27x 继续推荐！中青旅双镇和天目湖户外景区部分已在 3 月率先限额营业，短期继续看好五一节后客流的改善修复。

自然景区-核心跟踪：20Q2 限额开发下客流迎环比改善。自然景区 2019 年营收+6.00%，归母净利-40.38%，主要受 18 年下旬的降门票政策集体实施所致。短期虽户外景区仍受不超最大接待量 30%的客流限制，但五一数据环比清明均实现进一步改善修复，看好 Q2-3 的客流有序回暖。

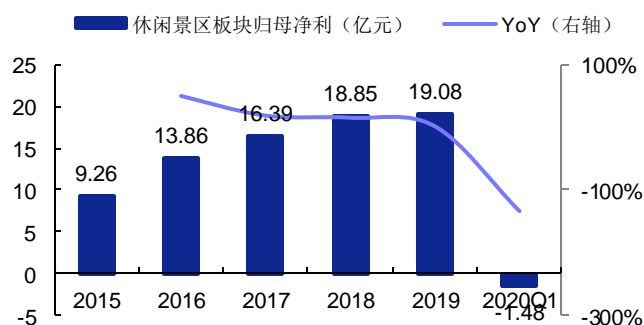
以不同业态划分，我们更看好休闲景区以及具有外延扩张能力和规划的优质自然景区。休闲景区 2019 合计实现营收 166.65 亿元/+7.69%，实现归母净利 19.08 亿元/+1.24%，自然景区 2019 年合计实现营收 120.19 亿元/+6.00%，归母净利 13.15 亿元/-40.38%。休闲景区 2020Q1 合计实现营收 13.36 亿元/-60.34%，实现归母净利-1.48 亿元/-134.03%，自然景区 2020Q1 合计实现营收 7.32 亿元/-63.31%，归母净利-5.91 亿元/-1166.42%。

图 17: 休闲景区板块 2019 年&2020Q1 营收及增速



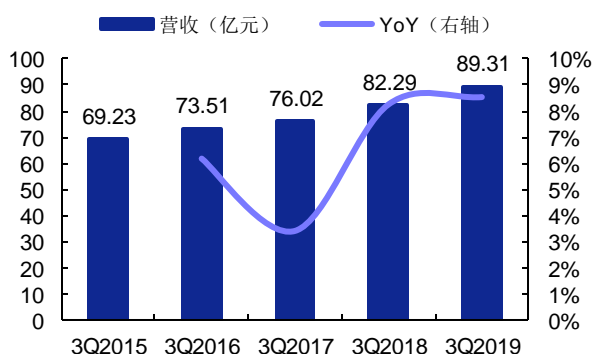
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 休闲景区板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速



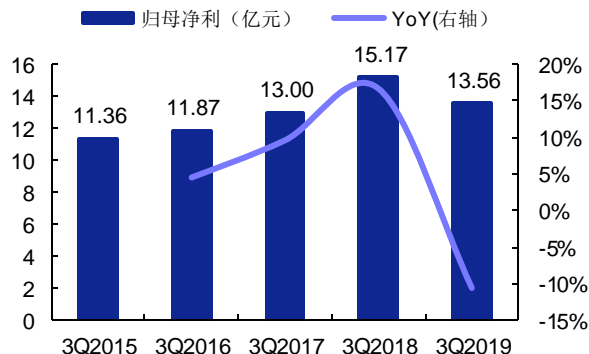
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19：自然景区板块 2019 年&2020Q1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

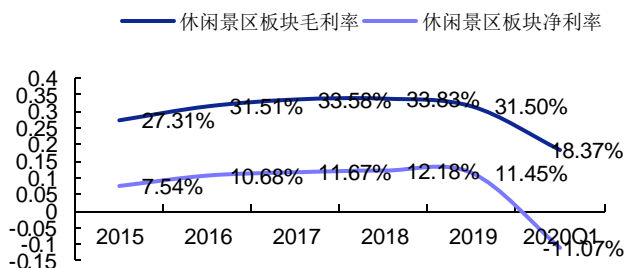
图 20：自然景区板块 2019 年&2020Q1 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

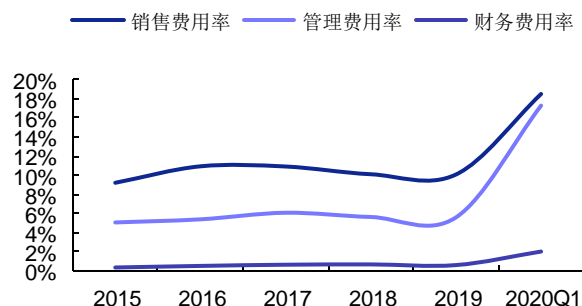
利润率及费用率：2019 年休闲景区整体净利率 11.45%/-0.73pct，毛利率 31.50%/-2.33pct；2020Q1 休闲景区整体净利率-11.07%/-23.96%，毛利率 18.37%/-16.82%。2019 年自然景区 2019 年整体净利率 10.94%/-8.51pct，毛利率 37.39%/-0.64pct；自然景区 2020Q1 整体净利率-80.64%/-83.42pct，毛利率-25.35%/-57.36pct。由于休闲景区由于核心标的宋城演艺的千古情模式盈利能力成熟且强劲，疫情影响下抗压能力较强，休闲景区 2019 年期间费用率（16.25%/-0.15pct）低于自然景区（20.60%/-0.76pct）；休闲景区 2020Q1 期间费用率（37.81%/+20.73pct）低于自然景区（55.16%/+32.72pct）。

图 21：休闲景区板块 2019Q1-3 利润率



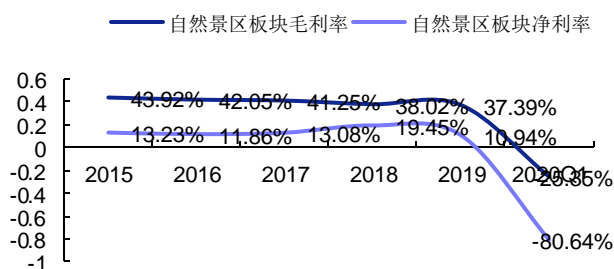
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：休闲景区板块 2019 年&2020Q1 费用率



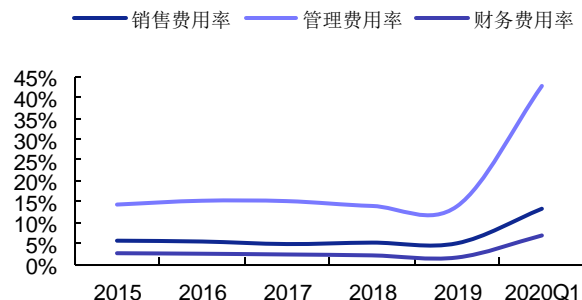
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：自然景区板块 2019 年&2020Q1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：自然景区板块 2019 年&2020Q1 费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.5. 职教：中公教育 19 年收入业绩保持高速增长，疫情影响短期收入节奏

职教-核心跟踪：主赛道+新领域多引擎驱动高增，疫情影响收入确认节奏，看好政策红利+龙头优势下长期发展空间。1) 19 年中公营收 91.76 亿元/+47.12%，归母净利 18.05 亿元/+56.52%，扣非归母净利 17.00 亿元/+52.79%，主赛道+新领域多引擎驱动高增；2) 20Q1 营收 12.30 亿元/-6.22%，归母净利 1.16 亿元/+9.52%，归母扣非净利 0.78 亿元/-27.83%。但是销售商品、提供劳务收到现金为 42.68 亿元/+12.7%；合同负债较年初增加 29.14 亿元/+113.94%，疫情主要影响收入确认节奏，下半年预计将陆续确认收入，对全年营收增速影响较小。3) 2020 年国考招录人数大幅增长，公考主赛道有望加速增长；非公业务多品类齐发，依托研发平台及网点高速扩张。疫情就业压力下扩招政策有望促进考研业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务加速成长。

2.6. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长

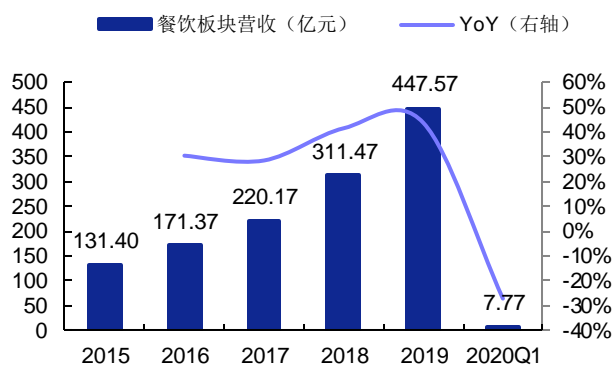
人力资源-核心跟踪：科锐中国大陆灵工 19 年收入+63.56%，20Q1 受疫情影响但收入仍同增 30~40%，主业高成长逻辑不变继续推荐。①科锐 19 年营收 35.86 亿元/+63.24%，归母净利 1.52 亿元/+29.38%，增速略超快报指引；20Q1 营收 9.23 亿元/+14.93%，归母净利 2635 万元/+3.72%，环比放缓主要系疫情期间的猎头与 RPO 业务放缓，但灵活用工主业仍实现较高增长推动；②短中期疫情影响下，国内失业率压力加大和企业对用人成本优化意愿提升下，继续看好灵活用工行业需求或有望进一步释放。科锐作为国内灵活用工龙头且在中高端研发和大医疗领域优势明显，有望享受行业本次红利，长期继续看好国内灵工龙头在行业扩容和市占率提升双红利下的成长潜力。

2.7. 餐饮：展店稳步推进，中长期逻辑不变

餐饮-核心跟踪：19 年业绩+23.2%继续高增，4 月各大餐企同店数据快速修复符合预期。①餐饮板块 19 全年营收+43.7%，归母净利+23.2%，营收业绩高增继续系龙头标的海底捞火锅门店以九毛九明星品牌太二酸菜鱼快速展店扩张推动，2020 年 Q1 虽受疫情影响同店有所影响（港股不披露一季报），但对全年门店建设及开业影响小，继续核心看好龙头展店的主线逻辑。②根据 4 月各家餐企的公开业绩交流指引，海底捞 4 月上旬门店翻台率已恢复至 3 次/天，并计划 Q2 末门店营收恢复至同期的 80~90%，且在装修门店增至 303 家，全年展店计划继续推进。太二酸菜鱼 4 月中旬门店已恢复到疫情前的 95%-100%，核心系今年新推外卖业务助力，全年维持 80 家展店计划不变。广州酒家餐饮门店 1-3 月受影响但 4 月已环比改善，短期速冻收入高增弥补部分损失。

2019 年餐饮板块整体营收 447.6 亿元/+43.7%，归母净利 39.0 亿元/+23.2%。2020 年 Q1，从子版块内已披露一季报的餐饮企业看（不含海底捞、颐海国际、九毛九和呷哺呷哺四家公司），受疫情停业影响，整体实现营收 7.8 亿元/-27.2%，归母净利-1.22 亿元/-368.9%。从费用率看，整体毛利率（受披露口径影响，不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九）下滑 3.2pct 至 35.7%，归母净利率下滑 1.4pct 至 8.7%。

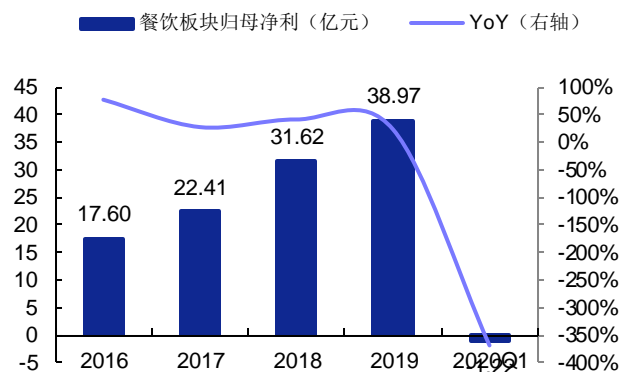
图 25：餐饮板块 2019 年&2020Q1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：部分港股无披露季报数据。

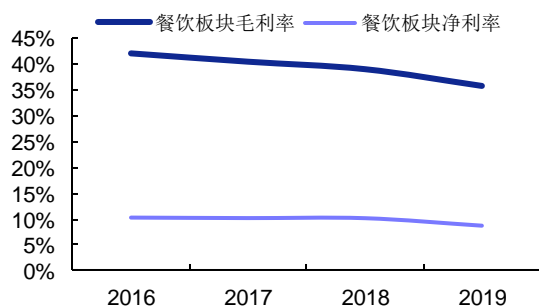
图 26：餐饮板块 2019 年&2020Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：部分港股无披露季报数据。

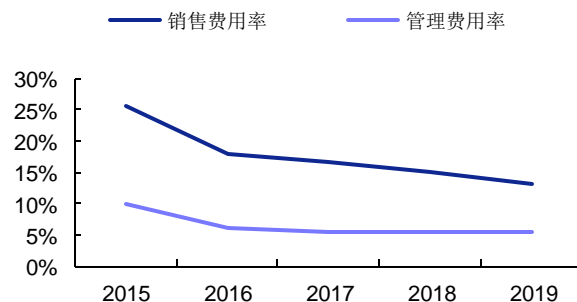
图 27：餐饮板块 2019 年费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：毛利率不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九；

图 28：餐饮板块 2019 年销售和管理费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：销售和管理费率不含海底捞、呷哺呷哺和九毛九。

3. 本周市场回顾

3.1. 行业表现

3.1.1. 本周各板块涨跌幅：所有板块指数均上涨

本周各主要指数：休闲服务上涨 4.30%，上证综指上涨 1.84%，深证成指上涨 2.86%，创业板指上涨 3.28%，沪深 300 上涨 3.04%，恒生指数上涨 3.41%。

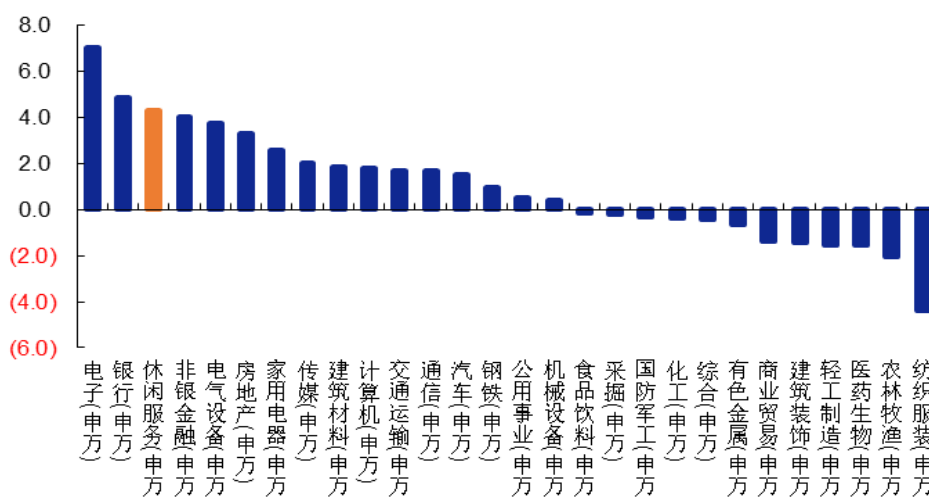
表 3：大盘整上涨，上证综指上涨 1.84%，休闲服务上涨 4.30% (2020/4/30)

	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	周 PE 均值	年初至今涨跌幅 (%)
上证综指	1.84	9,959.90	13.02	-6.23
深证成指	2.86	14,464.63	28.16	2.79
创业板指	3.28	4,777.28	57.98	15.09
沪深 300	3.04	6,830.31	12.14	-4.49
休闲服务(申万)	4.30	147.04	98.43	-2.73
恒生指数	3.41	892	9.93	-12.58

1. 资料来源：choice，安信证券研究中心

本周 28 个申万一级行业：休闲服务板块 (+4.30%) 在 28 个申万一级行业中的排名第 3 位。本周涨幅第一的板块为电子板块 (+7.06%)，涨幅最小的板块为纺织服装 (-4.41%)。

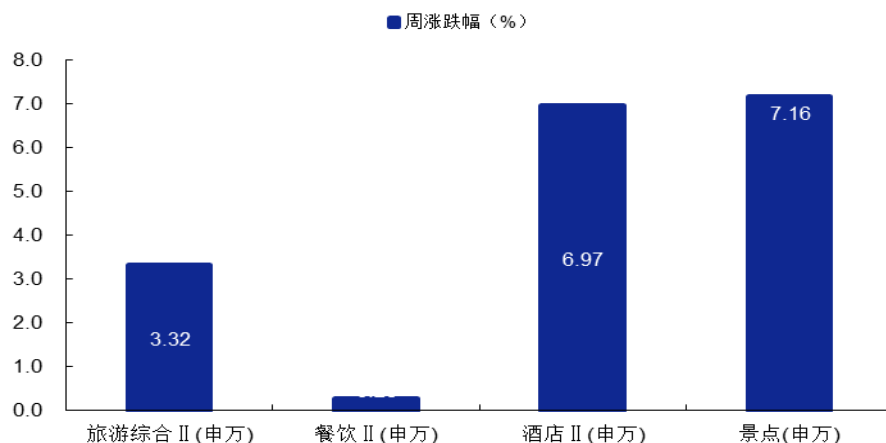
图 29：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 3 位 (2020/4/30)



资料来源：choice，安信证券研究中心

本周餐饮旅游各细分板块：旅游综合板块上涨 6.31%，餐饮板块上涨 2.29%，酒店板块上涨 0.37%，景点板块上涨-1.12%。

图 30：所有板块均上涨，酒店板块上涨 6.97%（2020/4/30）

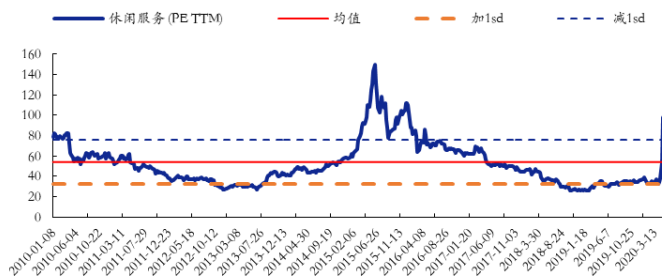


资料来源: choice, 安信证券研究中心

3.1.2. 本周估值对比：休闲服务板块估值处历史中等水平

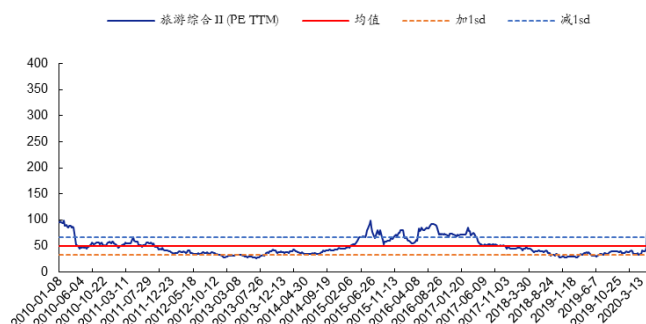
各板块当前PE TTM: 截止2020年4月30日, 休闲服务板块为98.43X, 旅游综合板块为333.39X, 餐饮板块为141.00X, 酒店板块为36.05X。

图 31：休闲服务板块相对估值图（2020/4/30）



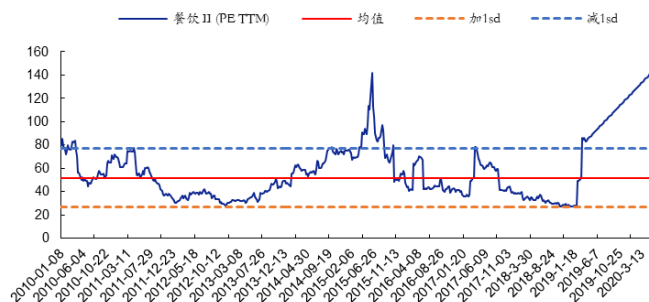
资料来源: choice, 安信证券研究中心

图 32：旅游综合板块相对估值图（2020/4/30）



资料来源: choice, 安信证券研究中心

图 33：餐饮板块相对估值图（2020/4/30）



资料来源: choice, 安信证券研究中心

图 34：酒店板块相对估值图（2020/4/30）



资料来源: choice, 安信证券研究中心

3.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：宋城演艺上涨 12.91%

休闲服务涨幅前五：宋城演艺 (+12.91%)、腾邦国际 (+11.59%)、锦江酒店 (+10.85%)、首旅酒店 (+9.50%)、众信旅游 (+6.39%)；

休闲服务跌幅前五：国旅联合 (-12.91%)、大东海 A (-7.01%)、西藏旅游 (-4.76%)、凯撒旅业 (-4.06%)、大东海 B (-3.66%)。

表 4：本周休闲服务板块个股龙虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	300144.SZ	宋城演艺	354.59	29.83	12.91
	300178.SZ	腾邦国际	18.00	3.08	11.59
	600754.SH	锦江酒店	235.13	29.32	10.85
	600258.SH	首旅酒店	160.15	16.36	9.50
	002707.SZ	众信旅游	28.31	5.16	6.39
跌幅前五	600358.SH	国旅联合	13.28	2.63	-12.91
	000613.SZ	大东海 A	16.56	6.23	-7.01
	600749.SH	西藏旅游	19.09	8.41	-4.76
	000796.SZ	凯撒旅业	71.98	8.97	-4.06
	200613.SZ	大东海 B	2.11	2.63	-3.66

资料来源：choice，安信证券研究中心

教育涨幅前五：中迪投资 (+46.33%)、创业黑马 (+16.99%)、中文在线 (+6.06%)、中南传媒 (+5.50%)、凯文教育 (+5.23%)；

教育跌幅前五：*ST 新海 (-12.76%)、飞利信 (-11.93%)、天神娱乐 (-10.20%)、勤上股份 (-7.19%)、世纪鼎利 (-7.09%)。

表 5：本周教育板块个股龙虎榜

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	000609.SZ	中迪投资	19.18	6.57	46.33
	300688.SZ	创业黑马	14.34	28.03	16.99
	300364.SZ	中文在线	28.75	4.55	6.06
	601098.SH	中南传媒	196.30	10.93	5.50
	002659.SZ	凯文教育	27.07	5.43	5.23
跌幅前五	002089.SZ	*ST 新海	29.22	2.53	-12.76
	300287.SZ	飞利信	50.13	4.43	-11.93
	002354.SZ	天神娱乐	12.31	1.76	-10.20
	002638.SZ	勤上股份	26.54	2.71	-7.19
	300050.SZ	世纪鼎利	19.95	5.24	-7.09

资料来源：choice，安信证券研究中心

3.2. 资金动向：中国国旅净买入额占社服榜首

休闲服务净买入前五：中国国旅（+1.40 亿元）、宋城演艺（+0.90 亿元）、锦江酒店（+0.38 亿元）、中青旅（+0.31 亿元）、腾邦国际（+0.30 亿元）；

休闲服务净卖出前五：凯撒旅业（-0.63 亿元）、大东海 A（-0.27 亿元）、黄山旅游（-0.23 亿元）、西安饮食（-0.12 亿元）、云南旅游（-0.10 亿元）。

表 6：休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	601888.SH	中国国旅	1,782.61	91.30	1.40	43.58
	300144.SZ	宋城演艺	354.59	29.83	0.90	53.55
	600754.SH	锦江酒店	235.13	29.32	0.38	22.26
	600138.SH	中青旅	76.00	10.50	0.31	80.90
	300178.SZ	腾邦国际	18.00	3.08	0.30	127.46
净卖出前五	000796.SZ	凯撒旅业	71.98	8.97	-0.63	162.57
	000613.SZ	大东海 A	16.56	6.23	-0.27	42.63
	600054.SH	黄山旅游	43.58	8.49	-0.23	28.65
	000721.SZ	西安饮食	19.57	4.49	-0.12	98.02
	002059.SZ	云南旅游	36.17	4.95	-0.10	42.57

资料来源：choice，安信证券研究中心

教育板块净买入前五：珠江钢琴（+0.20 亿元）、中迪投资（+0.13 亿元）、立思辰（+0.13 亿元）、东方时尚（+0.11 亿元）、创业黑马（+0.08 亿元）；

教育板块净卖出前五：科大讯飞（-3.77 亿元）、罗牛山（-2.40 亿元）、飞利信（-1.39 亿元）、勤上股份（-0.36 亿元）、华闻集团（-0.35 亿元）。

表 7：教育板块个股资金净流入龙虎榜（A 股）

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	002678.SZ	珠江钢琴	109.66	8.08	0.20	28.36
	000609.SZ	中迪投资	19.18	6.57	0.13	159.49
	300010.SZ	立思辰	122.43	16.83	0.13	47.32
	603377.SH	东方时尚	93.02	15.82	0.11	18.92
	300688.SZ	创业黑马	14.34	28.03	0.08	52.20
净卖出前五	002230.SZ	科大讯飞	631.00	33.28	-3.77	137.43
	000735.SZ	罗牛山	110.83	9.63	-2.40	171.92
	300287.SZ	飞利信	50.13	4.43	-1.39	303.03
	002638.SZ	勤上股份	26.54	2.71	-0.36	87.81
	000793.SZ	华闻集团	58.28	3.00	-0.35	119.69

资料来源：choice，安信证券研究中心

4. 本周行业资讯

4.1. 酒店：北京“解封”

➤ 行业资讯：

北京“解封”：旅客抢完机票抢酒店，“囤酒店”

北京市新型冠状病毒肺炎疫情防控工作新闻发布会宣布将北京突发公共卫生事件一级响应调整为二级；对国内低风险地区进京、出差返京人员，不再要求居家隔离 14 天，正在隔离观察的可以解除观察。当天下午出京机票预订量在去哪儿平台暴增 15 倍，携程平台上搜索预订五一北京本地跟团游、自由行、租车自驾游、景区门票的人数，也达到 4 月份以来的高峰，预订五一假期的游客量将比之前增加一倍以上。北京、秦皇岛、杭州、上海、丽江、三亚、厦门、安吉、宁波，成为北京用户“囤酒店”热门目的地。近半北京用户选择高星级酒店，拥有海景、湖景、山景、超大面积的野奢、避世型高星酒店成热选。（环球旅讯）

雅高心悦界登陆美团“安心出游节”

雅高心悦界正式登陆美团“安心出游节”，双方联合上线“心悦美梦 不负‘食’光”主题活动，创新推出“餐含房”产品，为五一出游福利“加码”。在此次活动中雅高心悦界将在美团点评双平台推出“晚餐+客房”的产品组合，全面覆盖上海、北京、郑州、西安、杭州等全国 40 个城市，超 80 家雅高旗下高端酒店将陆续登场，活动将从 4 月 28 日持续至 8 月 31 日，在活动期间，用户可在活动页面购买餐酒套餐的美价券，并进入酒店页面找到对应产品直接兑换。（品橙旅游）

马蜂窝“五一”推出千场旅游直播

在 4 月 30 日至 5 月 5 日，马蜂窝推出“打开马蜂窝，直播全世界”系列精品旅游直播活动，逾千场直播，数千个景区景点，国内外合作伙伴和旅游达人联手策划，九大网络平台同步直播，解锁“五一”小长假的全新玩法，通过“直播”，让疫情期间无法远游的人们仍然可以领略世界各地的美景、美食和美事。（劲旅网）

➤ 公司重要事项：

【华天酒店】发布 2020 年第一季度报告，其中营业总收入 0.67 亿元/-70.28%；归属于上市公司股东的净利润-1.35 亿元/-78.27%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1.37 亿元/-81.56%；经营活动产生的现金流量净额-0.47 亿元/-264.06%；总资产 64.03 亿元/-2.5%；归属于上市公司股东的净资产 24.47 亿元/-5.24%。

【首旅酒店】发布 2020 年第一季度报告，其中营业总收入 8.01 亿元/-58.80%；归属于上市公司股东的净利润-5.26 亿元/-811.25%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-5.22 亿元/-1028.27%；经营活动产生的现金流量净额-5.16 亿元/-426.73%；总资产 163.50 亿元/-4.44%；归属于上市公司股东的净资产 84.39 亿元/-5.68%。

【锦江酒店】发布 2020 年第一季度报告，其中总资产 379.98 亿元/-2.25%；归属于上市公司股东的净资产 133.31 亿元/0.58%；经营活动产生的现金流量净额-13.50 亿元；营业收入 21.89 亿元/-34.41%；归属于上市公司股东的净利润 1.71 亿元/-42.26%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.94 亿元。

【金陵饭店】发布 2020 第一季度业绩报告，其中营业收入 2.61 亿元/-14.59%;归属于上市公司股东的净利润-0.19 亿元/-246.23%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.21 亿元/-330.98%;经营活动产生的现金流量净额 0.59 亿元;总资产 31.44 亿元/-2.97%;归属于上市公司股东的净资产 14.74 亿元/-1.27。

4.2. 景区：旅游景区开放需注意限制客流

➤ 行业资讯：

文旅部：旅游景区开放应做到错峰、限量和预约

在国新办召开“五一”假期旅游提示和防疫知识发布会。文化和旅游部部长雒树刚表示，当前全国近 70%的旅游景区已在当地党委和政府的领导下有序开放。但另一方面，现在还是疫情防控期间，疫情防控压力还不小。所以，现在旅游景区开放关键要做到错峰开放、限量开放、预约开放、有序开放，确保景区实现安全、平稳、有序。(品橙旅游)

故宫博物院自 5 月 1 日起有序开放

故宫博物院重新开启大门，门票再次上演“秒抢”盛况。95 分钟，5000 张门票售罄；不到 12 小时，5 天累计 25000 张门票全部秒光。(劲旅网)

“五一”国内近 5000 家景区可在线预约

“五一”小长假即将来临之际，不少省份纷纷出台政策，鼓励群众假期出游。不同于往年的“说走就走的旅行”，“预约旅游”逐渐成为旅行新趋势，得到景区和游客的共识。据同程旅行的“五一”国内景区预约旅游大数据显示：同程旅行平台上可预约景区数量近 5000 家，以假期第二天(5 月 2 日)入园的门票预订量最大，预约旅游正成为文旅消费的新趋势。其中，空间开阔、有益身心的自然风光备受用户的青睐，自驾游热度持续攀升，线上直播开启“云旅行”，实现“足不出户、云游天下”。(品橙旅游)

武汉成为疫情后全国游客最想去的城市

中国社会科学院旅游研究中心联合腾讯文旅共同发布《新冠肺炎疫情下的旅游需求趋势调研报告》，在分析舆情大数据发现，疫情前后，人们想去旅游的城市排名发生了变化，第一名由北京变为武汉。(环球旅讯)

➤ 公司重要事项：

【黄山旅游】发布 2020 年第一季度报告，其中总资产 47.93 亿元/-3.51%;归属于上市公司股东的净资产 42.95 亿元/-1.48%;经营活动产生的现金流量净额-1.29 亿元;营业收入 0.69 亿元/-73.59%;归属于上市公司股东的净利润-0.77 亿元/-427.71%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.83 亿元/-454.09%。

【三特索道】发布 2019 年度报告，营业收入 6.77 亿元/4.39%;归属于上市公司股东的净利润 0.114 亿元/-91.53%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.021 亿元/-57.76%;经营活动产生的现金流量净额 2.92 亿元/17.71%;总资产 28.76 亿元/0.43%;归属于上市公司股东的净资产 10.65 亿元/10.93%。发布 2020 第一季度报告，营业收入 0.30 亿元/-72.52%;归属于上市公司股东的净利润-0.78 亿元/-101.13%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.796 亿元/-88.28%;经营活动产生的现金流量净额-0.46 亿元/-747.35%;总资产 28.37 亿元/-1.33%;归属于上市公司股东的净资产 9.94 亿元/-6.75%。

【峨眉山 A】发布 2020 年第一季度报告，营业收入 0.677 亿元/-73.47%；归属于上市公司股东的净利润-0.959 亿元/-594.64%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.975 亿元/-638.89%；经营活动产生的现金流量净额-1.14 亿元/-296.57%；总资产 29.24 亿元/-4.93%；归属于上市公司股东的净资产 24.40 亿元/-3.78%。

【天目湖】发布 2019 年度报告，营业收入 5.03 亿元/2.81%；归属于上市公司股东的净利润 1.24 亿元/19.86%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.21 亿元/29.57%；经营活动产生的现金流量净额 2.25 亿元/-0.13%；总资产 12.36 亿元/9.66%；归属于上市公司股东的净资产 9.03 亿元/9.41%。发布 2020 年第一季度报告，总资产 14.82 亿元/19.93%；归属于上市公司股东的净资产 9.46 亿元/4.69%；经营活动产生的现金流量净额-0.252 亿元/-199.84%；营业收入 0.211 亿元/-76.20%；归属于上市公司股东的净利润-0.264 亿元/-275.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.286 亿元/-292.83。

【曲江文旅】发布 2019 年度报告，其中营业收入 13.05 亿元/-2.95%；归属于上市公司股东的净利润 0.45 亿元/-40.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.29 亿元/-45.21%；经营活动产生的现金流量净额 0.47 亿元/-68.15%；归属于上市公司股东的净资产 10.57 亿元/3.14%；总资产 26.45 亿元/22.59%。

【张家界】发布 2020 年第一季度报告，其中营业收入 0.11 亿元/-79.90%；归属于上市公司股东的净利润-0.37 亿元/-342.70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.42 亿元/-243.26%；经营活动产生的现金流量净额-1.02 亿元/-313.36%；总资产 26.51 亿元/-0.63%；归属于上市公司股东的净资产 15.67 亿元/-2.23%。

4.3. 出境游：中香港旅游展望新常态

➤ 行业资讯：

意大利国家旅游局局长澄清：不会对旅客关闭国境

环球网近日援引俄罗斯卫星网报道称，意大利文化遗产、活动和旅游部部长达里奥·弗朗切斯基尼在接受《共和报》采访时表示，意大利年底前不会对外国游客开放边境，此外疫情期间关闭的意大利博物馆和主要景点有望在 5 月重新开放。（环球旅讯）

➤ 公司重要事项：

【腾邦国际】发布 2019 年度报告，其中营业收入 32.97 亿元/-32.52%；归属于上市公司股东的净利润-15.76 亿元/-1,039.49%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-14.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.37 亿元/-63.48%；资产总额 65.19 亿元/-29.55%；归属于上市公司股东的净资产 13.75 亿元/-51.53%。

【众信旅游】发布 2020 年第一季度报告，其中营业收入 11.42 亿元/-53.26%；归属于上市公司股东的净利润-0.29 亿元/-144.80%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.297 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.29 亿元/-265.89%；资产总额 54.68 亿元/-4.18%；归属于上市公司股东的净资产 22.64 亿元/-6.00%。

5. 下周重要提示

表 8：下周个股重要提示（2020/5/6-2020/5/10）

板块	股票代码	股票简称	日期	类型
餐饮	002186.SZ	全聚德	5/6	召开股东大会
教育	000610.SZ	西安旅游	5/6	召开股东大会
景区	600358.SH	国旅联合	5/6	复牌提示
餐饮	000721.SZ	西安饮食	5/7	召开股东大会
教育	002261.SZ	拓维信息	5/8	召开股东大会

资料来源：choice，安信证券研究中心

6. 投资建议：寒冬已过，拨云见日

目前时点我们重点推荐：1) 餐饮旅游经营拐点优质龙头组合：继续推荐中国国旅、宋城演艺+天目湖，锦江+首旅、九毛九+海底捞+广州酒家等。2) 就业类服务业逆周期组合：就业压力加大下，职教培训和灵活用工需求有望提升，利好龙头中公+科锐+人瑞。

1) 中国国旅：中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。短期海外疫情形势依然严峻，但 3 月以来线上线下齐发力助力销售额回暖，线上补购政策全面推行+拟增设两家免税店利好频出。公司中长期基本面稳健，待海外疫情拐点后，有望迎来估值修复。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②消费升级催化三亚及日上免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④国人免税仍在争取过程，一旦落地将产生巨大增量贡献；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2) 中公教育：疫情短期或影响收入确认，长期催化行业集中度提升，中公依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒拓展职教大市场。培训行业虽受到疫情影响短期内线下业务开展受到阻碍，短期内或中公教育收入确认有所影响，但长期疫情有望催化行业加速向龙头集中。①2020 年国考招录人数大幅增长，省考招录人数有望进一步扩容，中公教育公考主赛道有望加速增长；②非公业务多品类齐发，依托研发平台及高密度网点高速扩张；③国务院提出拟扩大研究生招生，拓宽毕业生就业渠道，重点增加基层教育、医疗、社会服务岗位招募规模，有望利好中公教育考研业务及基层医疗等社会服务岗位招募培训业务。

3) 宋城演艺：1) 目前国内户外景区（杭州西湖、黄山风景区等）已恢复开业，且本今年清明和五一预定量中均验证消费者的旅游需求仍较强劲，预计公司现有的存量千古情项目或有望在今年 Q2-3 恢复开业，且上海、西安项目有望在今年 Q2-3 开业运营，推动基本面在二三季度环比改善。2) 中长期看二轮扩张项目落地推动业绩持续成长，短期西安、上海项目推动，2021 年有望佛山、西塘项目开业，2022 年有望实现珠海演艺谷开业（核心定位年轻及亲子客群打开新发展空间），预计 2019-24 年八大已公告项目推动下，公司 2024 年景区主业业绩有望增至 28 亿元，2019-24 年 CAGR 约 21.2%。3) 六间房出表且花房投资收益持续持续好于预期。4) 2019 年现金流净额 15.7 亿元+大项目年产能 2-3 个+潜在演艺项目空间仍较大，中长期持续成长空间可期。

4) 科锐国际：国内灵活用工高成长且潜力大逻辑不变，线上产品发力+外延持续拓展扩大发展空间。①行业层面：根据 WEC 的数据统计，2018 年国内灵工渗透率仅约 0.1-0.2%（不

含劳务派遣，工作小时口径），对比发达国家约 1.7%~2.2% 的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+第三产业比重提升带动下，根据 HRoot 的测算，预计国内的灵工市场未来 2018-2025 年 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②公司层面：短期虽受疫情影响猎头和 RPO 业务的经营和确收进度或有所延后，但主业灵活用工业务估测在 2020 年 Q1 仍有望保持较快发展速度，且中长期在国内失业率压力较大和企业对用人成本优化推动下，灵活用工需求或有望进一步向好。公司作为国内灵工的民营龙头，有望持续享受行业高增长及龙头市占率提升的双重红利。③对标海外：人服企业在技术+并购驱动下，国外成熟市场中灵工龙头的 2018 年市占率可达 6%~9%（根据海外龙头任仕达、Recruit 的公告）。国内目前市场较为分散，公司作为龙头之一，截至 2018 年在国内市占率约 2%，且灵工顾问人数仅日本 Recruit 的 0.45%，且国内 2020 年新定增准则下更有助于公司并购扩张，未来成长潜在空间可期，继续推荐！

5) 首旅酒店：国内企业复工下酒店 Q2-3 数据有望持续改善，中长期酒店轻资产加盟扩张逻辑不变，继续推荐。1) 短中期：3 月社融创新高+国内疫情控制较好+企业复工推进，预计 4-6 月酒店数据有望逐步好转，2021-22 年开店预计在更多单体酒店加盟意愿提升下，行业内的酒店龙头轻资产加盟扩张的速度有望进一步提升。首旅酒店作为国内经济型&中高端领域的龙头之一，在如家商旅品牌主打且开发团队激励机制和人数均有望增加下，预计有望直接受益实现加速成长；2) 长期：在中端酒店品牌如家商旅、精选、和颐等发力扩张+中高端酒店逸扉升维拓展+云酒店低线城市降维扩张三方面推动下，有望持续保持较快开店成长的速度。叠加公司目前估值对应 2021 年仅 15x，已处历史低位，继续推荐公司当前中长期的投资机会，但仍需跟踪国内及海外疫情的发展最新进展。

6) 锦江股份：国内复工下酒店 Q2-3 数据有望持续改善，中长期酒店轻资产加盟扩张逻辑不变，继续推荐。1) 短期看基本面修复：企业复工复产下 3-4 月酒店入住率已环比显著改善，预计锦江国内酒店经营数据 Q2-3 有望环比改善，但仍需关注国外疫情影响下卢浮子品牌经营情况；2) 中长期看轻资产扩张：疫情期间单体酒店抗风险能力不足弊端凸显，酒店各行业向头部品牌连锁化、集中化的大趋势预计在 2021-22 年加速。锦江为国内有限服务型酒店龙头，中高端酒店产品矩阵完善且开发人员激励充足，叠加 2020Q1 末公司 pipeline 酒店数增至 4640 家，中长期加盟开店空间可期。3) 国改降效推进：锦江在 2019 年将重心更多转移至高度市场化的铂涛、维也纳子品牌，对内则向老锦江系实施末位淘汰和赛马制，机制优化力度加大。叠加“一中心三平台”在 2020 年计划深入整合和自有酒店 REITs 化转让，内部控费提效空间可期。

7) 广州酒家：速冻腊味疫情期间销量高增长，月饼速冻中长期扩产助力省外扩张。①在疫情影响下，消费者对速冻的需求大幅度提升且在二季度仍有望延续，公司的利口福工厂在 3 月 12 日已实现 100%复工，有望推动今年的销售持续高增长。②公司 17 家餐饮门店均已恢复堂食，3-5 月翻台率有望逐步改善。③公司全年的利润核心月饼业务销售在三季度，预计受本次疫情影响较小。2020 年为中秋和国庆重叠，有望增加家庭团聚的场景动月饼需求，叠加公司已在 2019 年 8 月投产湘潭月饼生产基地，2020 年有望实现月饼收入的环比加速。④公司省外渠道已提前布局，随着后续梅州和湘潭基地的投产，中长期省外扩张的动力和空间可期。

7. 风险提示

- 1) 宏观经济放缓;
- 2) 产品结构调整不及预期;
- 3) 境外目的地受地缘政治影响导致客流减少;
- 4) 疫情或天气等不可控因素影响等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034