

把握线上渗透率加速提升的投资机遇 ——2020 年社服行业中期策略

推荐 (维持)

2020 年 05 月 31 日

重点公司

重点公司	19A	20E	评级
中国国旅	2.37	1.62	审慎增持
宋城演艺	0.92	0.76	审慎增持
锦江酒店	1.14	0.70	审慎增持
广州酒家	0.95	1.06	审慎增持
科锐国际	0.84	1.08	审慎增持
中公教育	0.29	0.40	审慎增持
立思辰	0.04	0.11	审慎增持
珀莱雅	1.95	2.36	审慎增持
青松股份	0.88	0.98	审慎增持
丸美股份	1.28	1.46	审慎增持

相关报告

《社服行业 2019 年报及 2020 一季报总结：行业整体增速放缓，美奢、教育高景气度，关注行业复苏带来的投资机遇》，2020-05-04

《通过 DCF 寻找消费跨越周期的确定性》，2020-02-24

《温故知新，从历史复盘看旅游、美奢、教育板块投资机遇——2020 年度社服行业策略》，2019-11-11

分析师：

刘嘉仁
liujr@xyzq.com.cn
S0190518080001

熊超
xiongchao@xyzq.com.cn
S0190517080005

代凯燕
daiky@xyzq.com.cn
S0190519050001

研究助理：
王越
wangyue94@xyzq.com.cn

投资要点

- **公共卫生事件推动各行业加速线上布局。**受制于防控，居民出行在主观上和客观上都存在种种限制，导致线下消费场景大幅衰退，各行业都在加紧在线上布局。今年以来社零总额大幅负增长，4 月依然下滑 7.5%，但网上社零总额基本持平，其中网上实物零售额依然能保持正增长，4 月增速已恢复到 17.11%。防控下国内在线用户数及使用时长均加速提升，低线城市及青少年、中老年带来主要增量。分行业来看，**化妆品、免税、演艺、人服、生鲜、外卖**等行业的线上需求可在短期替代线下，或加速根本性逻辑；**远程办公、在线教育、直播电商**等行业的线上需求长期替代线下，防控改变行业长期趋势；**景区、酒店、航空、打车、旅行社、会展、餐饮、黄金珠宝**等行业受损严重且难以转为线上，预计防控结束后会迎来反弹。展望未来，防控期间国家大力推动的新基建预计将带来互联网基础设施重大升级，各行业将更加紧密拥抱线上渠道。
- **免税：各免税集团加速布局线上平台，突破创新线上销售新渠道。**实体店受客流量影响较大，促使免税企业加速布局、突破线上业务。1) 形式来看，官方预订平台加速建立；与天猫、飞猪等第三方平台合作；多家免税店创新突破直邮到家业务。2) 销售额来看，截至 4/19，今年海南离岛免税线上平台实现销售额 9.8 亿元/+226%，海口机场免税官网逾 2 亿元。3) 离岛补购销售额来看，上线四天销售额超 800 万元，上线一月销售额达 8112 万元。
- **化妆品：布局线上渠道带来增长确定性。**我国化妆品行业持续扩张，电商渠道已经发展为美妆行业第一分销渠道，2019 年占比达到 30.3%，增速超 30%。处于高增速赛道的电商渠道可以为化妆品公司带来稳定现金流，使公司增长更具确定性。短期事件有助加强消费者线上消费习惯，公司可以依靠其线上优势分散线下渠道风险，目前正是布局电商的好时机，未来各公司有望通过“线上首发”方式持续推出明星单品，并通过营销新玩法实现品牌年轻化，进一步带动电商业务高速增长。
- **演艺：宋城尝试直播带货，加大线上营销投入。**5 月 14 日淘宝直播带货女王薇娅在其直播间里推荐 398 元的杭州宋城 2 天 1 晚双人套餐。此前宋城在营销宣传方面侧重于线下，希望能将营销费用更直接地转变成项目收入，但随着项目数越来越多以及新媒体渠道持续火热，加上防控影响，宋城决定今年的重点任务之一就是加强线上精准营销。首先，线上 OTA 用户多为散客，有利于提升项目散客占比，从而提升客单价；其次，OTA 用户以年轻人人居多，加强线上营销有利于增加宋城在年轻群体中的认知度；另外，OTA 营销适用于多个项目，加强线上营销投入将实现宋城从一个景区独立作战到各个景区集团化作战转变，有利于提升宋城整体品牌知名度。
- **教育：稳就业招录升学纷纷扩招，职教培训板块利好频出。**19-21 年三年扩大高职高专招生规模达 300 万人，而高等教育入学率稳步提升及就业竞争加剧为职教发展提供广阔需求。中公核心主业优势显著，渠道快速扩张，产品矩阵不断延伸，需求群体稳定，今年高校毕业生再创新高，稳就业下招录、升学市场景气度提升；K12 培训机构在防控影响下纷纷发力线上，“停课不停学”加速行业洗牌与转型升级，教研和渠道铸造核心优势，积极关注大语文培训龙头立思辰。
- **酒店：各酒店集团加强信息化建设及线上预订，最差的时候已经过去。**防控冲击下，成本端酒店业主对成本管控会更加重视，由于租金和折旧摊销相对刚性，人工成本优化变得更加重要，短期看此前信息化投入可以减少人工刚性开支及接触带来的风险，中长期会改变业主用工态度，重视技术对人工替代；收入端，线下渠道变得更加重要，各酒店集团大力推广 CRS 系统、自建渠道及重视会员体系。酒店业最艰难的时候已经过去，国内入住率已由 Q1 平均 30%恢复至 60%以上；中长期看，无论是集中度提升还是结构升级均有广阔的空间，中长期逻辑正逐步兑现。
- **投资标的：**社服行业优质白马（中国国旅、宋城演艺、锦江股份、广州酒家）；子版块优质标的（凯撒旅业、科锐国际、首旅酒店、天目湖）；化妆品（珀莱雅、青松股份、丸美股份、上海家化）；珠宝（周大生、老凤祥）；教育（中公教育、立思辰）。

风险提示：灾害性天气，宏观经济大幅震荡，地方性旅游负面事件，商誉减值风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、防控推动全社会线上化进程加速，多行业消费场景重塑.....	4 -
2、免税、化妆品、演艺、人服行业——线上需求短期替代线下但加速线上渠道渗透率提升.....	9 -
2.1 免税：各免税集团加速布局线上平台，突破创新线上销售新渠道.....	9 -
2.2 化妆品：布局线上渠道增强化妆品公司韧性.....	11 -
2.3 旅游演艺：宋城尝试直播带货，加大线上营销投入.....	19 -
3、教育行业——线上需求长期替代线下.....	24 -
3.1 职业教育：招录升学扩招，高效体系+教研优势支撑多品类矩阵.....	24 -
3.2 K12 培训：“停课不停学”加速行业洗牌与转型升级.....	28 -
4、酒店、景区、出境游、餐饮、珠宝行业——受损严重但防控结束会反弹.....	34 -
4.1 酒店：最差的时候已经过去，头部管理公司优势愈加显著.....	34 -
4.2 景区：短期防控影响大，周边游有望率先复苏.....	38 -
4.3 出境游：行业重启仍需时日，线上跨业态合作寻求多元化发展.....	39 -
4.4 餐饮：疫前稳健增长，连锁化品牌抗风险能力强，纷纷发力线上.....	40 -
4.5 珠宝行业线上销售占比较低，未来有望借助轻奢快速增长.....	42 -
5、推荐标的及盈利预测.....	46 -
图 1、今年以来网上社零额月度增速大幅领先于社零总额月度增速.....	4 -
图 2、今年以来网上实物零售额增速大幅领先于非实物增速.....	5 -
图 3、2020Q1 城镇居民可支配收入增速大幅下滑.....	5 -
图 4、2020Q1 城镇居民消费支出分类别增速对比.....	5 -
图 5、2020Q1 我国移动互联网月活用户数增速环比有所提升.....	6 -
图 6、不同城际移动互联网用户数 20 年 3 月同比.....	7 -
图 7、不同年龄移动互联网用户数 20 年 3 月同比.....	7 -
图 8、2020 年 3 月不同行业用户规模同比增量 TOP10 和下降 TOP5.....	8 -
图 9、上海机场出入境旅客吞吐量.....	9 -
图 10、首都机场港澳台及国际旅客吞吐量同比.....	9 -
图 11、白云机场出入境旅客吞吐量.....	9 -
图 12、香港国际机场旅客吞吐量.....	9 -
图 13、化妆品社零数据增速回升.....	11 -
图 14、化妆品行业复盘.....	12 -
图 15、电商渠道发展为美妆行业第一分销渠道.....	12 -
图 16、电商渠道规模高速增长.....	12 -
图 17、珀莱雅及丸美公司经营性现金流较稳定.....	13 -
图 18、珀莱雅及丸美经营性现金流占营收比例较高.....	13 -
图 19、护肤品消费市场中 20-29 岁消费者占比最高.....	14 -
图 20、2019 年双十一各类 KOL 带货转化率.....	14 -
图 21、护肤品天猫销售额月增速保持较高水平.....	14 -
图 22、彩妆天猫销售额月增速保持较高水平.....	14 -
图 23、化妆品社零增速 4 月转负为正.....	15 -
图 24、线上占比较高的珀莱雅及丸美营收增速较高.....	15 -
图 25、内资护肤品天猫销售额 4 月逆势增长.....	16 -
图 26、4 月各内外资品牌护肤品天猫销售额增速.....	16 -
图 27、化妆品产业链梳理.....	17 -
图 28、品牌集团形成路径.....	18 -
图 29、珀莱雅公司站稳高增速电商赛道，依靠电商优势团队向彩妆赛道、高端品类赛道进军.....	18 -
图 30、5 月 14 日薇娅直播中推荐的宋城套餐.....	20 -

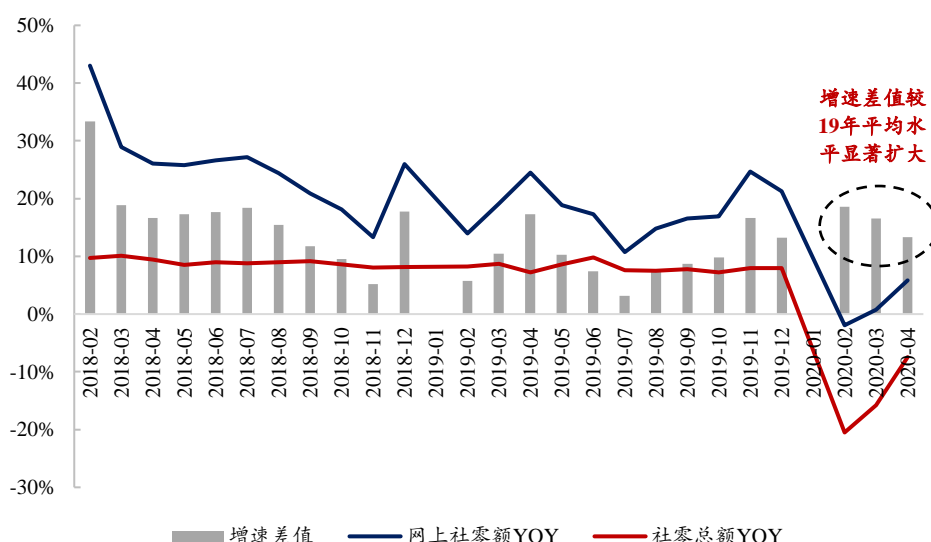
图 31、“宋城小白”抖音账号已有 61.5 万名粉丝.....	20 -
图 32、太阳马戏团在 Youtube 上的 60 分钟精选特辑播放量已超过 954 万次	21 -
图 33、今年春招多家央企采用线上“云招聘”.....	22 -
图 34、调研显示防控使雇主线上招聘意愿大幅提升	22 -
图 35、科锐国际在防控期间推出系列无接触人力资源一体化解决方案.....	23 -
图 36、2017 年美日中灵活用工渗透率对比	24 -
图 37、中国高等教育毛入学率稳步提升	25 -
图 38、高校毕业生持续创新高.....	25 -
图 39、城镇化率不断提升，但与海外成熟经济体仍有较大差距.....	26 -
图 40、多重因素推动营收持续保持快速增长	27 -
图 41、多序列均衡快速发展模式逐步成熟	27 -
图 42、多序列均衡快速发展的模式基本形成	27 -
图 43、线上业务增长迅猛.....	27 -
图 44、公司 2019 年末经营网络和资源情况	28 -
图 45、防控期间体育教育机构线上业务开展情况	29 -
图 46、线下机构转型线上面临的考验	31 -
图 47、教育 OMO 部分典型业务模式	32 -
图 48、线上+线下双师授课场景	33 -
图 49、华住推行无接触服务.....	34 -
图 50、除格林酒店外整体 RevPAR 增速 19 年以来陆续转负	35 -
图 51、受益于中高端占比提升整体 RevPAR 表现持续优于同店	35 -
图 52、4 大酒店 19 年以来新开店提速	36 -
图 53、开店提速下 4 大酒店签约门店屡创新高	37 -
图 54、华住同店 RevPAR 变动与工业企业利润总额增速高度相关.....	38 -
图 55、今年受防控影响行业下滑显著，五一较清明下滑幅度收窄	39 -
图 56、众信联合立思辰推出线上《论语》课堂项目	40 -
图 57、凯撒联合北京研旅委《全球研学人直播讲坛》在线直播系列课程.....	40 -
图 58、餐饮外卖行业持续保持快速增长	41 -
图 59、餐饮行业增速领跑社零增速	41 -
图 60、4 月社零餐饮分部跌幅收窄	42 -
图 61、金银珠宝类社零情况.....	43 -
图 62、珠宝公司天猫销售额情况.....	43 -
图 63、2019 年金银珠宝类零售额中天猫销售额占比达 5.31%	44 -
图 64、2020 年 1-4 月金银珠宝类零售额中天猫销售额占比达 12.57%	44 -
表 1、中免旗下官方平台统计.....	10 -
表 2、中免旗下免税店第三方预约平台统计	11 -
表 3、其他免税企业线上平台统计.....	11 -
表 4、各品牌明星单品 4 月天猫销量及销售额较高	16 -
表 5、世界主要国家和地区高等教育毛入学率	25 -
表 6、公司渠道不断下沉，师资力量不断扩充	27 -
表 7、4 大酒店集团开店 19 年新开店均提速	36 -
表 8、直营店收入占比持续下降，中高端收入占比快速提升	37 -
表 9、兴证社服团队重点推荐标的及其盈利预测一览表（截止 2020 年 05 月 22 日 收盘）	46 -

报告正文

1、防控推动全社会线上化进程加速，多行业消费场景重塑

今年以来的公共卫生事件对全国乃至全世界人民影响巨大。受制于防控的影响，居民出行在主观上和客观上都存在种种限制，导致线下消费场景大幅衰退，这其中的确有部分行业消费需求消失或者大幅延期，例如酒店、景区、公共交通等，而发达的互联网技术将另一部分行业的消费场景从线下转移到线上，例如生鲜、网购、教育等。因此，部分行业消费需求消失使得今年以来社零总额月度增速整体呈现负增长态势，其中 1-2 月增速-20.5%创有史以来最低，但随着各行业逐步推进复工复产，社零增速降幅于 3-4 月快速收窄至-7.5%；但另一部分行业消费需求线上化使得网上社零总额坚挺，1-2 月仅下降 1.94%，4 月已提升至增长 5.81%，且网上社零增速与社零总额增速的差值显著高于 2019 年平均水平，1-2 月份的增速差值 18.56pct 创 2018 年 3 月以来新高。

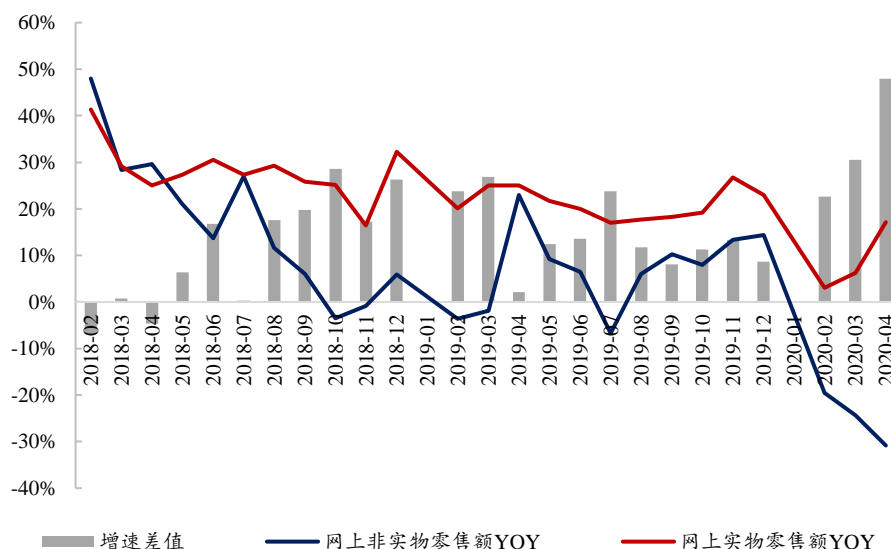
图 1、今年以来网上社零额月度增速大幅领先于社零总额月度增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

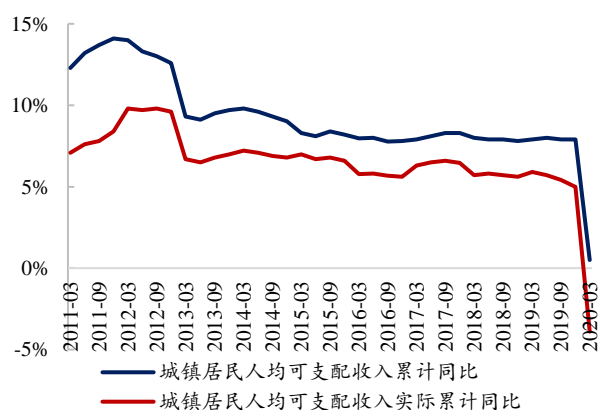
进一步拆分网上社零额可以发现：今年以来网上实物零售额增速始终保持正增长，且 4 月增速已恢复至+17.11%，推测源自各行业尤其是快递物流行业逐渐复工复产到正常状态；而网上非实物（如虚拟商品、服务类商品等）零售额呈现大幅负增长态势，且降幅逐月扩大，尚未显示出复苏的迹象，推测源自特殊时期居民可支配收入增速下滑（扣除价格因素后 20Q1 实际可支配收入甚至同比下降 3.9%）的情况下将支出集中在必选消费的实物商品，而减少以可选消费为主的非实物商品。此外，今年 4 月网上实物与非实物零售额增速差值已经扩大至 47.93pct，创 2018 年以来新高。

图 2、今年以来网上实物零售额增速大幅领先于非实物增速



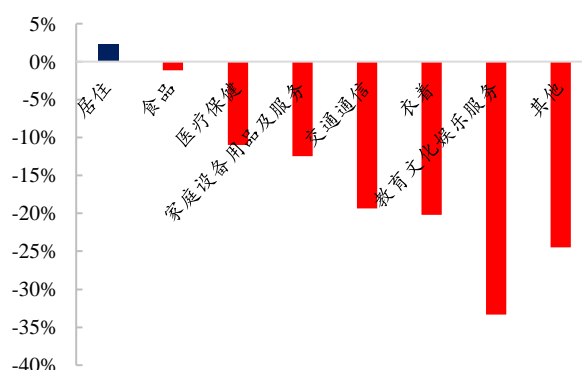
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2020Q1 城镇居民可支配收入增速大幅下滑



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2020Q1 城镇居民消费支出分类别增速对比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

防控期间国内在线用户数及使用时长均加速提升，低线城市及青少年、中老年带来增量。根据 QuestMobile 统计，2019 年我国移动互联网平均月活数为 11.35 亿，防控影响下 2020Q1 提升至 11.50 亿，且 1-3 月的月度增速较去年年底明显提升，但增速绝对值仅为约 1.5%，显示出我国移动互联网行业已进入存量竞争阶段。此外，防控下居民外出受限，待在家的时间增加，使其对互联网的依赖程度大幅增加，20 年 3 月全网用户月人均单日使用时长已达到 7.2 小时，同比去年大幅增加 28.6%。从 20 年 3 月的月活用户结构上看：

- ✓ **分城际结构：**一线、新一线及二线城市的移动互联网月活用户数同比累计减少 714 万，但三线及以下城市反而增加 2,461 万。这其中部分源自防控导致春节返乡回到低线城市的一二线居民未能及时返回工作地，另一部分则反映出防控使得原本尚未使用移动互联网的用户转而开始接触移动互联网；

- ✓ **分年龄结构：**24 岁以下及 41 岁以上的移动互联网月活用户数分别增加 606 万、965 万，而 25-40 岁的月活用户仅增加 176 万，代际变化显著。

综上所述，防控影响下的移动互联网总用户数小幅增长但单用户使用时长大幅增加，意味着各类在线消费场景依然有很大的增量空间，关键在于如何将新增的用户总时长转化为消费收入。此外，从结构上来看，三线及以下低线城市的 24 岁以下、41 岁以上的群体成为移动互联网主要的新增用户群体，我们推测这部分群体以青少年和中老年人为主，在返乡青壮年的指导下学会了利用移动互联网满足基本的生活需求，例如上网课、手机买菜、网上支付等，而且公共卫生形势缓和后，预计这部分群体大概率会继续使用移动互联网，挖掘出这部分新增用户群体的线上需求也将带来可观的在线消费增量。以主打低线城市用户的拼多多为例，这部分群体需求的增加使得拼多多 20Q1 营收同比大幅增加 44% 至 65.41 亿元，大幅超过市场预期；其活跃买家数环比增加 0.43 亿达到 6.28 亿，同比更是大幅增加 1.85 亿；这些活跃买家平均年度支出金额达到 1,842 元，同比大增 47%，环比也增长 7.1%。

图 5、2020Q1 我国移动互联网月活用户数增速环比有所提升



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、不同城际移动互联网用户数 20 年 3 月同比



数据来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、不同年龄移动互联网用户数 20 年 3 月同比



数据来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

防控对社会各方面均产生重大影响，机遇与挑战并存。防控使得居民减少不必要的出行，旅游、航空、酒店、餐饮等行业直接受到重创，聚会、演出、体育赛事等活动也都相应停止，以跨境电商为代表的全球贸易活动也受损严重。反过来讲，防控使得居民大幅增加居家时长，远程办公、在线学习这类刚需活动在防控期间迅速普及；游戏、短视频、直播等泛娱乐行业需求爆发；直播带货等新型营销方式取代线下销售，线上生鲜需求激增，有效增加企业及个人销售收入。此外，防控还加速了社会管理的数字化进程，以健康码为代表的一系列数字化管理措施在全国各地的社区及办公场所广泛实施。根据防控影响程度及影响时长的差异，我们大致区分出以下三类行业：

- 1) **线上需求短期替代线下，防控未带来根本性变革但加速线上渠道渗透率：**以化妆品、免税、演艺、人服、生鲜、外卖等行业为代表。防控使得这些行业线下消费受阻，转而将消费场景移到线上，但这仅是为了满足阶段性刚需，防控结束后预计将回归正轨。不过值得注意的是，短期部分行业线上增速在防控结束后将回落，但回落后的增速依然高过防控前的增速，也就是说这些行业线上渠道渗透率实现了加速提升。例如免税行业在防控期间遭受重创，但中免集团大力发展线上渠道进行补救，包括海南离岛免税线上补购、上海日上有税直邮销售、北京日上跨境电商销售等，即使防控影响逐步消散，但中免集团对线上渠道的重视程度不变，预计离岛补购等线上平台将一直持续下去，免税业实现了线上渠道渗透率的加速提升。
- 2) **线上需求长期替代线下，防控改变行业长期趋势：**以远程办公、在线教育、直播电商等行业为代表。防控给这些行业带来线上渠道变革，而且在这个过程中逐渐培养出用户习惯，使得全社会慢慢接受这些行业。例如 Facebook 近期预计未来 5-10 年将有多达 50% 的员工永久在家办公，因为其在家办公与现场办公一样高效；例如以李佳琦、薇娅为代表的直播电商行业，其本质上是通过有影响力的主播进行直播推荐的方式，取代了线下售货员的职能，以及

取代了用户线上自行搜索评估商品的过程，显著提升线上购物的效率，而且在主播推荐的过程中，消费者进行决策的时间更短、更容易产生冲动消费，因此预计防控结束后直播电商的接受度将持续大幅提升。

- 3) **受损严重且难以转为线上，预计防控结束后会反弹：**以景区、酒店、航空、打车、旅行社、会展、餐饮、黄金珠宝等行业为代表。这些行业大多属于可选消费类的服务性行业，消费者从中获得了体验感，而这类体验感无法通过线上渠道提供，因此难以转化为线上而在防控期间受损严重。不过参考非典、H1N1 的情况，预计防控形势缓和后，这些行业将迎来恢复式乃至报复式反弹，公共卫生事件并未改变行业的中长期发展趋势。

图 8、2020 年 3 月不同行业用户规模同比增量 TOP10 和下降 TOP5

单位：万

行业	同比增长率	同比变动	增长动因
效率办公	242.2%	30,784	远程办公
短视频	16.4%	12,246	线上娱乐
视频工具	169.5%	9,143	线上娱乐
浏览器	16.0%	8,860	资讯需求
教育工具	105.8%	7,920	远程教育
益智休闲	51.5%	7,442	线上娱乐
K12	30.3%	6,953	远程教育
搜索下载	11.6%	5,963	资讯需求
微博社交	11.7%	4,898	资讯需求
支付结算	6.8%	4,803	线上交易增加
外卖服务	-22.4%	-3,263	线下活动受限
拍照摄影	-13.8%	-3,431	
用车服务	-29.3%	-3,526	
本地生活	-15.3%	-4,507	
在线旅游	-36.0%	-5,122	

资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

展望未来，新基建推动互联网基础设施重大升级，各行业将更加紧密拥抱线上。公共卫生事件爆发后，我国政府在 20 天内先后 4 次在政策措施中提及部署新基建，这不仅仅是特殊时期推进防控和促进经济恢复增长的短期应对方针，更是为了中国全面进入数字化、网络化、智能化时期的重要战略举措。实际上，防控期间需求爆发的电子商务、网上教育、网络游戏等行业的发展与高速互联网等基础设施建设情况密切相关。随着 5G、人工智能、工业互联网、大数据等新基建的建设进度持续推进，预计社会各行业将更加紧密拥抱线上渠道，传统产业将加速改造升级，线上化大趋势不可逆转。

下面我们将详细分析在防控的影响下，餐饮旅游、教育、人服、化妆品、珠宝等现代服务业的线上渠道布局情况，以及下半年的投资机遇。

2、免税、化妆品、演艺、人服行业——线上需求短期替代线下但加速线上渠道渗透率提升

2.1 免税：各免税集团加速布局线上平台，突破创新线上销售新渠道

一季度，我国各主要机场出入境旅客同比下滑较多，线下实体免税店销售受到一定影响。上海机场 2-3 月出入境旅客吞吐量分别同比下滑 81%、91%；首都机场 2-4 月港澳台及国际旅客吞吐量均大幅下滑 70% 以上；白云机场 2-4 月出入境旅客分别同比下滑 82%、90%、94%；香港机场 2-3 月旅客吞吐量分别同比下滑 68%、90%。出入境旅客人次直接影响口岸免税店的潜在顾客数量，对免税实体店销售受到一定影响。

图 9、上海机场出入境旅客吞吐量

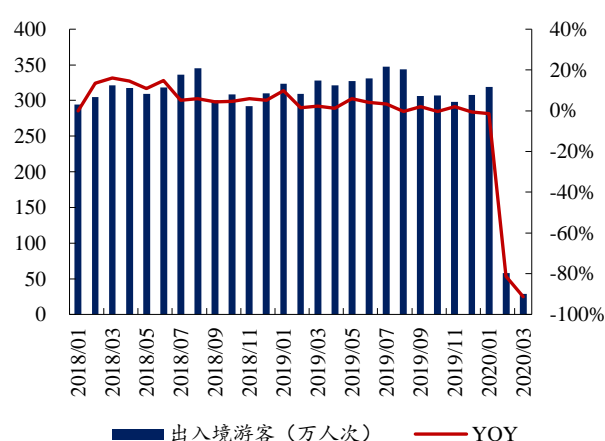
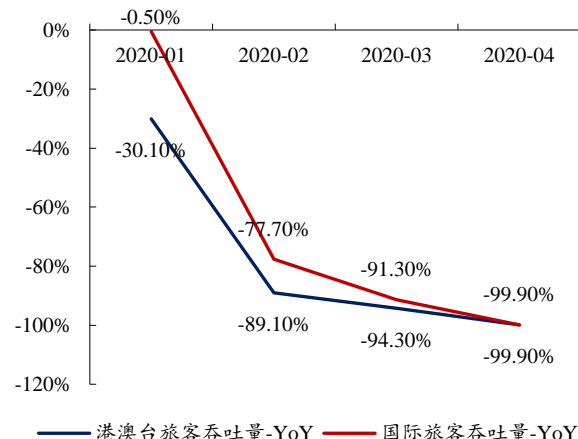


图 10、首都机场港澳台及国际旅客吞吐量同比



资料来源：上海机场，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：首都机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、白云机场出入境旅客吞吐量

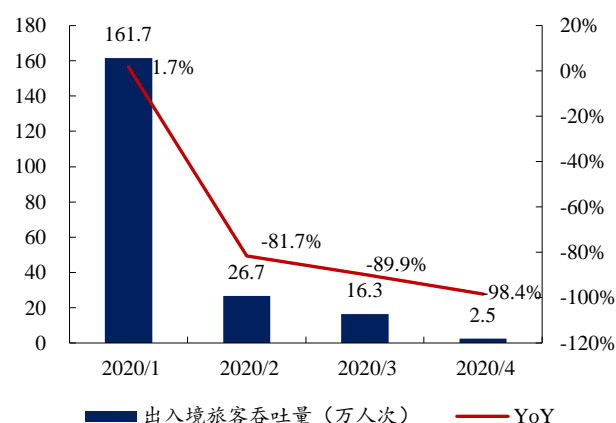
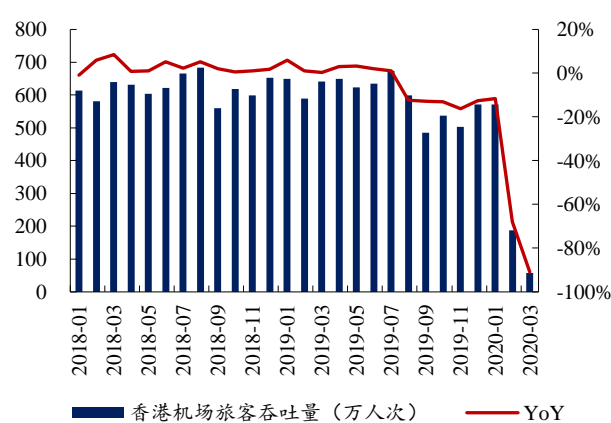


图 12、香港国际机场旅客吞吐量



资料来源：白云机场，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：香港国际机场，兴业证券经济与金融研究院整理

免税企业加速布局线上业务，各线上平台多面开花。1) 从线上平台形式来看，传统官方预订平台（线上预订，线下提货）加速建立的同时，中免集团与天猫商城、

飞猪旅行、玩转旅购等第三方平台合作，利用第三方平台流量扩大客户群体，丰富购物渠，此外多家免税店创新突破直邮到家业务。2) 从线上平台途径来看，如今的线上商城逐渐从传统的官方网站向 APP、微信小程序、通过微信公众号引流线上商城发展。3) 从线上平台支持的免税门店来看，中免集团旗下海南离岛免税普遍共享线上平台，杭州、广州、西安等多家机场也在各个渠道共享预订平台，规模效应和品牌效应逐渐显现。

- 从线上平台销售额来看，截至 4 月 19 日，2020 年海南离岛免税线上平台实现销售额 9.8 亿元，同比增长 226%，海口机场免税店官网销售额逾 2 亿元，接近 2019 年全年销售额。单店来看，2 月 21 日三亚国际免税城恢复营业后的第二天，其电商当日销售额即突破 4428 万元，创电商单日销售最高纪录。
- 从海南离岛线上补购销售额来看，补购平台上线四天销售额超 800 万元，上线一个月销售额就达到 8112 万元。

表 1、中免旗下官方平台统计

形式	区域/免税店	线上平台
官方预订平台	上海	日上会员 APP
	北京	“日上免税行北京”微信公众号
	广州 (T1、T2)、杭州、西安	1、“cdf 免税预约”微信小程序
		2、cdf 免税预约——中免集团官方商城
		3、cdf 免税预约 APP
	青岛市内	“cdf 青岛免税店”微信小程序
	海南	1、“海南免税 Dutyfree”微信公众号
		2、“海口美兰机场免税店”微信公众号
		3、“海南免税海口店”微信公众号
		4、“cdf 离岛免税-三亚国际免税城”微信公众号
		5、cdf 离岛免税-三亚国际免税城官方商城 (官网)
		6、cdf 离岛免税 APP
	香港	1、“cdf beauty”微信小程序
		2、香港机场商城 (美酒荟萃)
		3、DUTY ZERO APP
官方直邮到家	上海	日上会员 APP
官方直邮到家	北京	“cdf 会员购北京”小程序
官方补购到家	广州 (T1、T2)、杭州、西安	“cdf 会员购广州”小程序
官方离岛补购	海南	1、“海南离岛补购商城”微信公众号
		2、“三亚国际免税城补购商城”微信公众号

资料来源：各线上平台，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、中免旗下免税店第三方预约平台统计

第三方免税预约平台	已有免税店
天猫商城	支持中免厦门机场及码头、广州机场、西安机场、南京机场入境、杭州机场、沈阳机场、重庆机场、香港市内免税店预订提货
“玩转旅购”微信小程序、“旅购全球 TripurX”微信公众号	支持上海机场、广州白云机场、杭州萧山机场、西安机场、重庆机场、厦门机场免税店、香港东荟城市内免税店预订提货
飞猪-出境购	支持杭州萧山机场、广州白云机场、厦门机场及码头、沈阳机场、西安机场、成都机场免税店预订提货

资料来源：各线上平台，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、其他免税企业线上平台统计

区域/免税店	形式	线上平台	备注
珠海免税集团	官方预订平台	1、免税品+APP 2、“珠海 Mall”微信小程序	可在广东省内邮寄购买
深圳免税集团	官方预订平台	1、i 免税海外购 APP 2、“深圳免税”、“i 免税”微信公众号可进入线上商城	免税预订&跨境电商

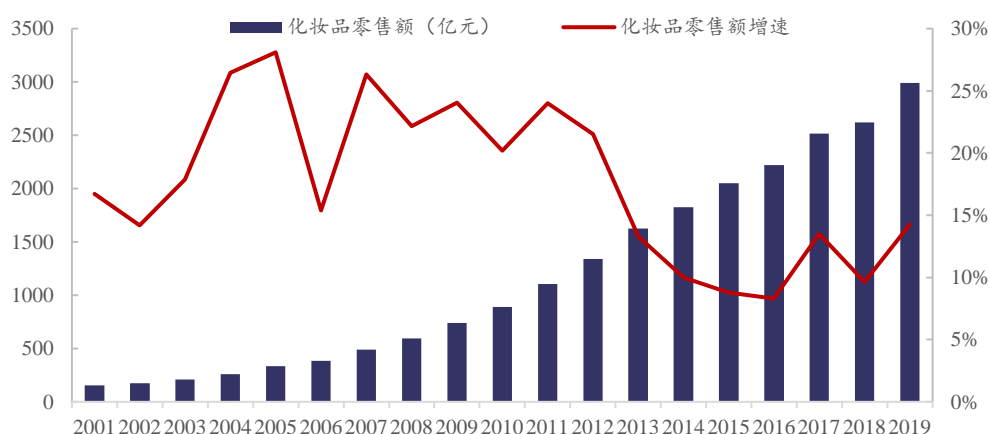
资料来源：各线上平台，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 化妆品：布局线上渠道增强化妆品公司韧性

2.2.1 化妆品行业高速发展，电商渠道占比持续攀升

我国化妆品行业规模持续扩张，2019 年化妆品市场规模达到 4777 亿元。1) Euromonitor 数据显示，我国化妆品行业高速发展，2019 年化妆品市场规模为 4777 亿元，15 年 CAGR 达 10.94%，一跃成为全球化妆品第二大消费国。从行业规模增速来看，2016 年起增速触底回升，2019 年增速达 16.45%，增速居各国首位。2) 国家统计局数据显示，2007-2019 年，我国化妆品零售额保持平稳快速增长，年复合增长率 16.31%。2019 年化妆品零售额为 2992 亿元，同比增长 14.25%，领跑社会消费品零售总额增速 8.0%，行业增长势头明显。

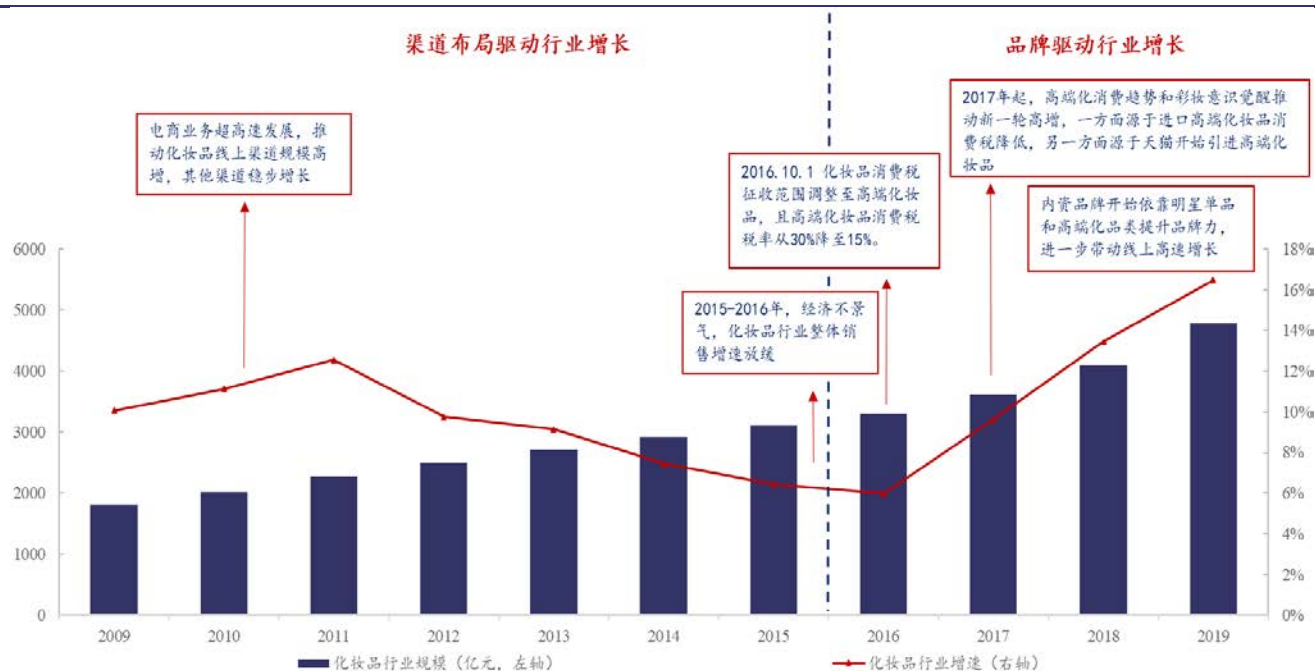
图 13、化妆品社零数据增速回升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

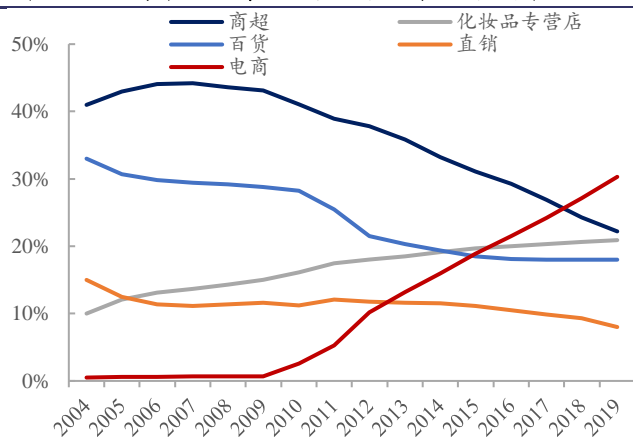
图 14、化妆品行业复盘



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

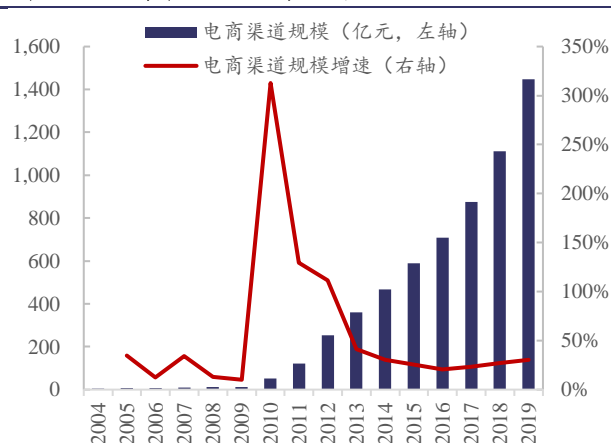
化妆品电商处于高增速赛道，电商渠道占比持续提升。1) 2010年，各大电商平台转型发力推动化妆品布局线上渠道，化妆品行业进入电商发展期，2010年增速高达313%；2) 2015-2016年，经济不景气导致化妆品行业整体销售增速放缓，但各电商平台持续发力，化妆品线上渠道仍保持强劲增长，增速超20%；3) 2016年起，由于进口高端化妆品消费税率降低，天猫启动“美妆品牌大满贯”战略，吸引高端化妆品品牌入驻，高端化消费趋势和彩妆意识觉醒推动电商渠道新一轮高增；4) 电商渠道占比持续攀升，2019年电商渠道已经发展为美妆行业第一分销渠道，电商占比由2010年的3%上升至30.3%，营收由2010年的52亿元上升至2019年的1447亿元，2019年增速高达30.2%。

图 15、电商渠道发展为美妆行业第一分销渠道



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、电商渠道规模高速增长

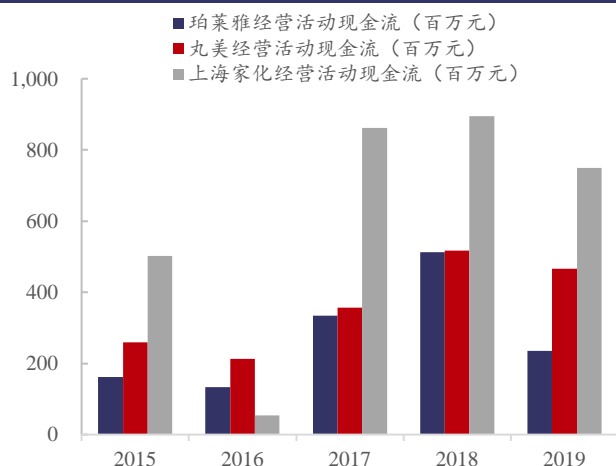


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

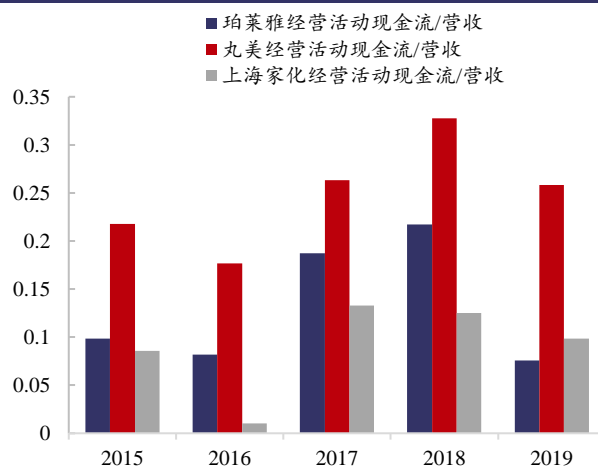
电商优势为公司带来稳定现金流。珀莱雅及丸美公司现金流较稳定，上海家化波动性较大。考虑到上海家化现金流绝对值较高源于营收规模更大，为使各公司现金流具有可比性，采用现金流除以营收方式进行比较，发现线上占比较高的丸美及珀莱雅现金流占营收比重更高且更稳定，由此说明电商渠道优势可以为公司带来稳定现金流，为公司进一步扩张提供资金保障，使公司增长更具确定性。

图 17、珀莱雅及丸美公司经营性现金流较稳定



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：珀莱雅 2019 年公司现金流下降源于税收跨期和新增跨境业务导致应收账款及预付账款增加，未来会有所恢复。

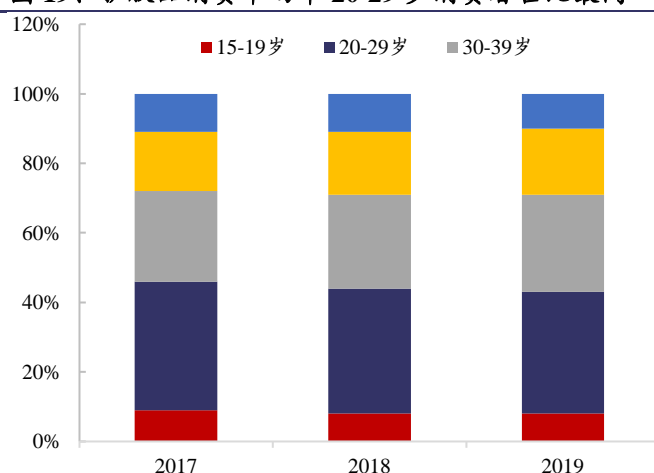
图 18、珀莱雅及丸美经营性现金流占营收比例较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为去除营收规模影响，将经营性现金流除以营收后进行比较

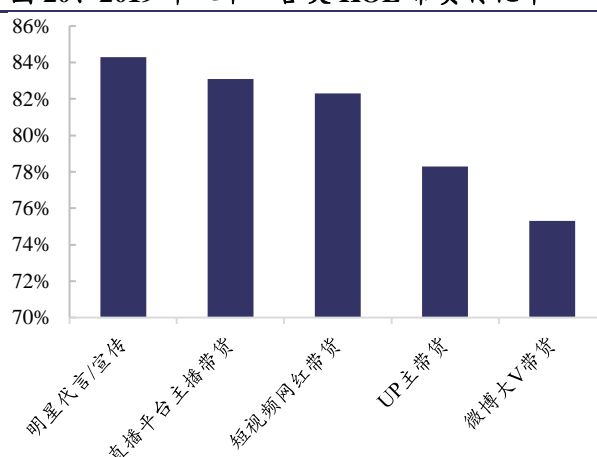
标准品属性、高复购率、年轻化趋势、多样化需求及营销新玩法共促化妆品线上渠道快速拓展。化妆品行业线上渠道发展较快，主要源于：1) 化妆品是标准品，便于线上销售；2) 化妆品使用周期短，复购率较高，使线上销售保持稳定增长；3) 护肤消费逐渐年轻化，根据《2019 东方美谷蓝皮书（化妆品行业）》，90 后贡献了约 50% 的线上销售额，年轻消费者成为线上消费主力；4) 护肤品市场需求逐渐多样化，“成分党”等崛起，为品牌利用社交电商进行口碑传播等提供新思路；5) 化妆品公司抓住电商直播等社媒营销风口，借“两微一抖”、小红书等平台，通过 KOL 网红直播等方式打造爆品、明星单品，提升品牌知名度，推动线上渠道营收高增。

图 19、护肤品消费市场中 20-29 岁消费者占比最高



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2019 年双十一各类 KOL 带货转化率

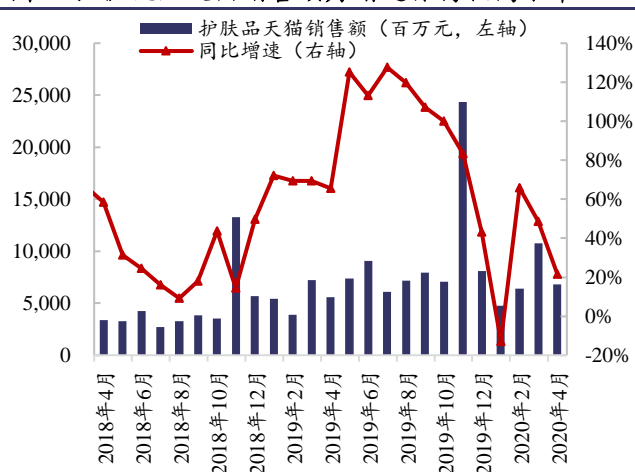


资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、短期事件进一步提升线上占比，线上优势分散线下渠道风险

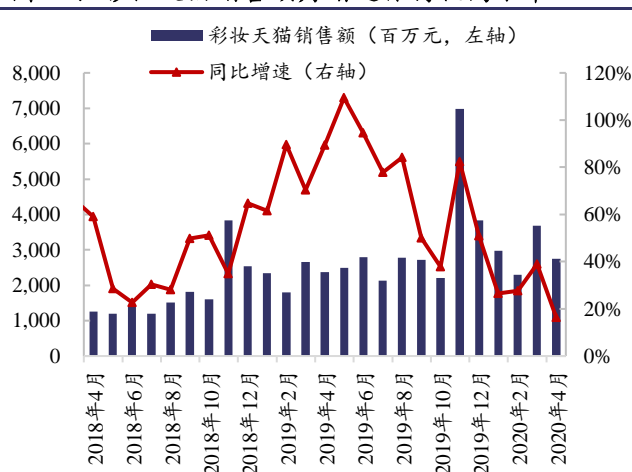
短期事件中化妆品天猫销售额保持高速增长，凸显化妆品需求确定性。受短期事件影响，化妆品大部分线下渠道营收下滑，但各品类化妆品均保持较高线上增速，根据第三方监测数据，20 年 2-4 月护肤品天猫销售额增速分别达 65.92%/48.57%/21.43%，彩妆天猫销售额增速分别达 27.56%/39.02%/16.44%，天猫销售额保持高速增长，凸显化妆品需求确定性。

图 21、护肤品天猫销售额月增速保持较高水平



资料来源：淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、彩妆天猫销售额月增速保持较高水平



资料来源：淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

线上渠道高速增长减弱线下负面影响。受短期事件影响，占比约 70% 的线下渠道基本全部关闭，但化妆品零售增速下滑较少，20 年 1-2/3/4 月化妆品零售增速同比分别 -14.1%/-11.6%/+3.5%，所受影响小于社零增速 -20.50%/-15.80%/-7.50%，主要源于占比约 30% 的线上渠道销售增速较高，在一定程度上减弱线下渠道关闭带来的负面影响。

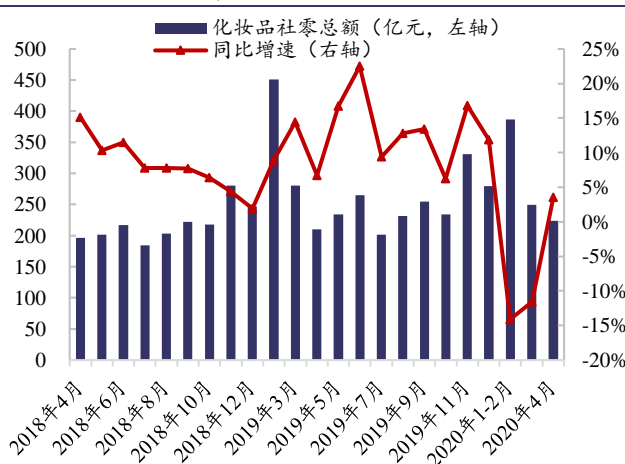
线上高速发展搭配线下流量逐步恢复，化妆品社零增速转正。4 月化妆品零售额

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

实现 224 亿元，同比增长 3.5%。一方面，随着短期事件基本得到控制，线下流量逐步恢复；另一方面化妆品线上仍然保持高速增长，4 月天猫护肤板块销售额同比增长 21.43%，彩妆板块销售额同比增长 16.44%。二者共同推动化妆品社零增速由负转正。

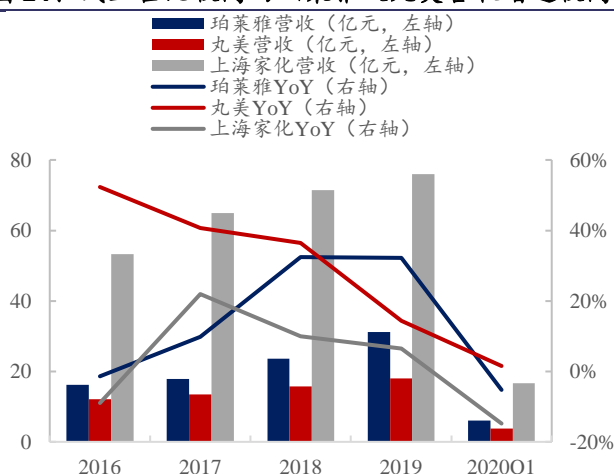
化妆品公司线上布局较为完善，线上渠道优势分散线下渠道下滑风险。一季度珀莱雅、丸美及上海家化营收增速分别为-5.25%/1.53%/-11%（剔除会计准则影响），优于行业整体下滑 13% 的水平，源于线上增速分别超 30%/20%/39%，其中线上占比分别超 56%/50% 的珀莱雅及丸美股份，在短期事件中线上高增带动业绩导致公司整体受影响程度较小，线上渠道高占比分散线下渠道下滑风险。

图 23、化妆品社零增速 4 月转负为正



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、线上占比较高的珀莱雅及丸美营收增速较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

短期事件导致线下销量受挫，各品牌通过“直播+社群+云商城”实现逆势增长。1-2 月线下渠道销量所受影响较大，一些品牌在线上实现新突破，如线下业务占比高达 75% 的林清轩，通过创始人带头进行门店直播及小程序商城等方式从业绩暴跌 90% 实现逆转，3 月林清轩的全国店均业绩同比增长 22%。

珀莱雅及丸美通过线上首发明星单品并采用流量明星代言获高销量。珀莱雅 4 月线上首发明星单品双抗精华，并官宣蔡徐坤为代言人，4 月销量排名品牌第一，销量超 6.1 万，销售额超 1397 万元；丸美 4 月线上推出新品小红笔眼霜，并官宣朱正廷为品牌大使，4 月销量排名品牌第二，销量超 4.6 万，销售额超 1236 万元。明星单品对品牌天猫整体销量及销售额贡献较大。

表 4、各品牌明星单品 4 月天猫销量及销售额较高

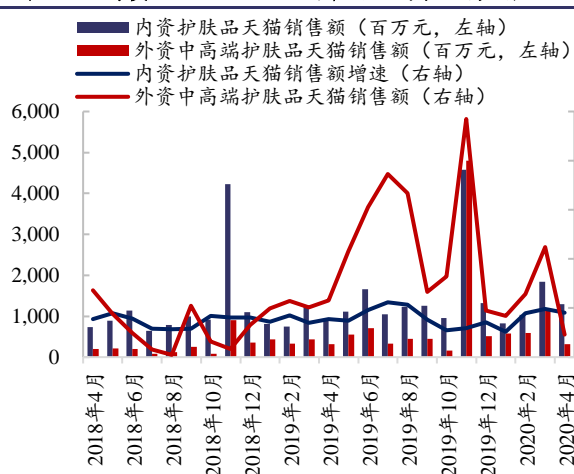
明星单品	4 月天猫 销售额 (百万元)	4 月天猫 销量排名	4 月天猫 销量占比	4 月天猫 销售额排名	4 月天猫 销售额占比
珀莱雅 双抗精华	12.81	1	9.15%	1	16.26%
珀莱雅 红宝石精华	4.53	10	3.09%	3	5.75%
丸美 小红笔眼霜	15.91	2	24.45%	1	38.28%

资料来源：淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：销量及销售额占比指单品占品牌销量及销售额比重

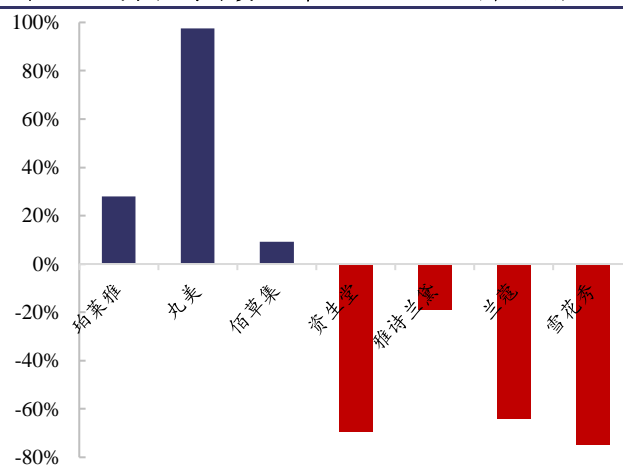
内资品牌打造明星单品能力较强，认可度逐步凸显。4 月天猫外资护肤和彩妆版块销售均呈现下滑趋势，而内资品牌依靠不断推出明星单品实现逆势增长，其中珀莱雅、丸美销量和销售额均实现两位数增长。由此可以看出内资品牌依靠较强的明星单品推新能力，逐步获得消费者认可。

图 25、内资护肤品天猫销售额 4 月逆势增长



资料来源：淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、4 月各内外资品牌护肤品天猫销售额增速



资料来源：淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.3、布局电商时机正好，各公司有望通过持续推出明星单品带动线上营收高增

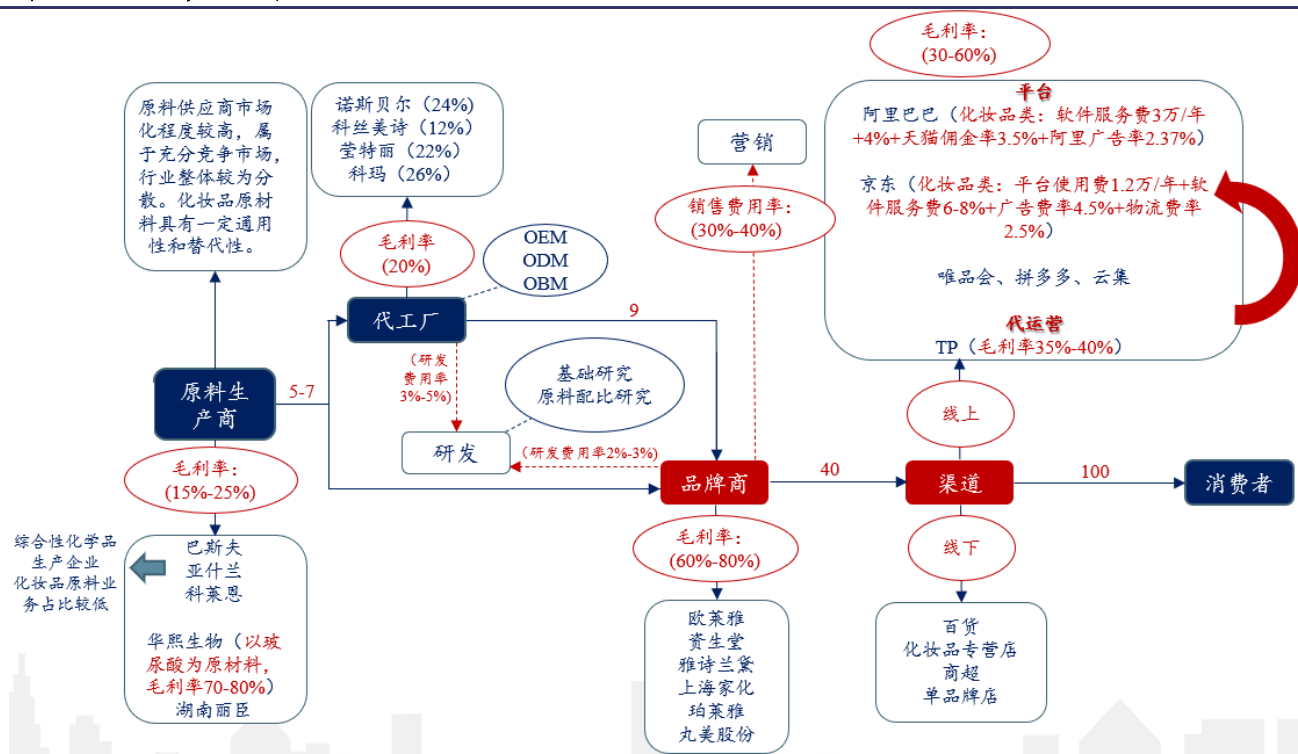
短期事件有助加强消费者线上消费习惯，布局电商时机正好。化妆品行业较早布局电商，一直重视线上渠道发展，且我们认为短期事件有助加强消费者线上消费习惯，线上渠道稳定增长具有较大确定性，可以分散线下渠道下滑风险，目前正是布局电商的好时机，未来各公司将进一步加强线上精细化运营。

从产品研发来看，各公司有望通过持续推出明星单品带动线上高速增长。内资品牌依靠不断推出明星单品，在 4 月外资高端品牌线上下滑的背景下实现逆势增长，体现出内资品牌推新能力不断加强，消费者对国货品牌认知度不断提高。未来各公司有望通过采取明星单品战略，不断推出新品，获得市场和消费者认可，带动线上高速增长。

从推广渠道来看，新品线上首发或成趋势。珀莱雅及丸美通过线上首发新品，提升产品热度，收获高销量。线上首发一方面可以利用流量明星代言或 KOL 直播带货等方式提升年轻消费者认知度，从而提高销量；另一方面线上高销量为线下铺货造势，给线下销售带来信心。未来各品牌新品线上首发、线下铺开或成趋势。

从营销方式来看，公司有望通过营销新玩法实现品牌年轻化，带动电商业务增长。各品牌公司进行年轻化布局源于化妆品消费呈年轻化趋势，各公司将加大社媒营销投入，通过“两微一抖”、小红书、快手、B 站等社媒平台，结合 KOL 网红直播等新玩法吸引年轻消费者，提升品牌年轻化形象，带动电商业务增长。

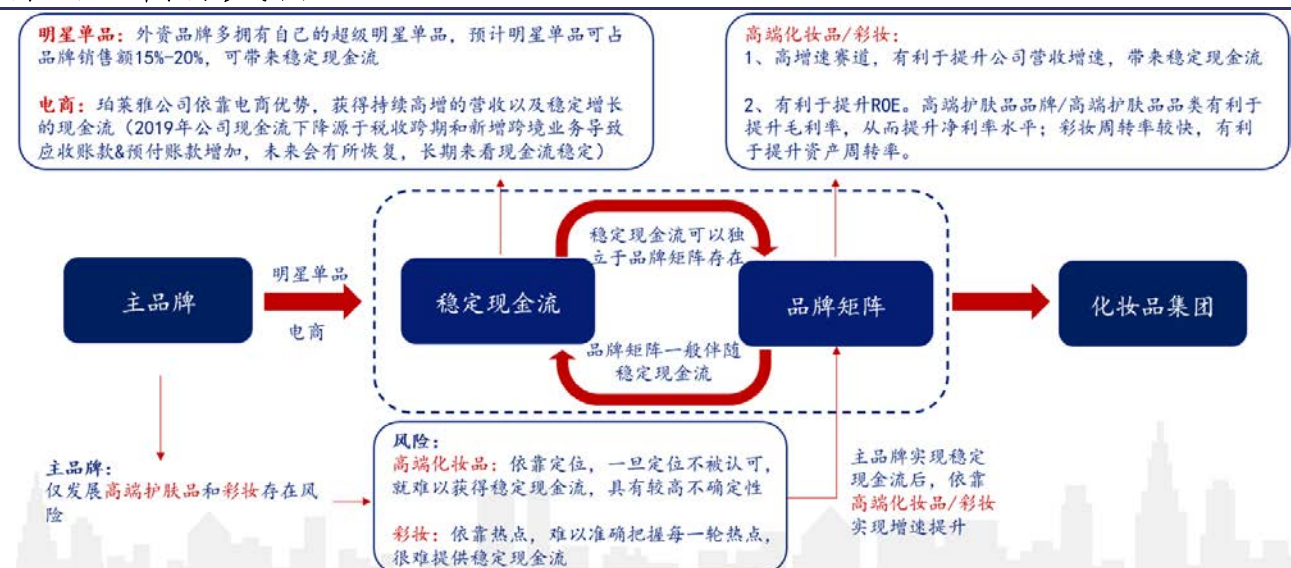
图 27、化妆品产业链梳理



资料来源：公司官网，世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

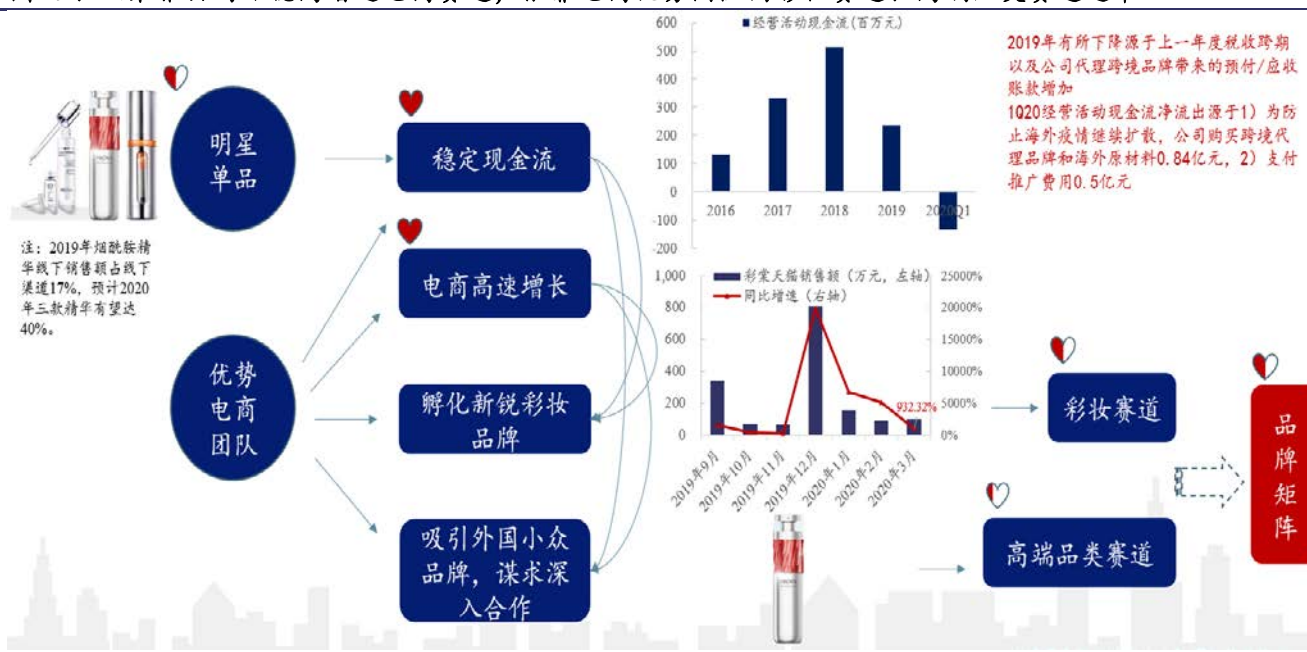
注：在化妆品原材料中，根据珀莱雅、丸美股份的数据，原料占公司营收比重 7%-10%，假定化妆品公司 50-60% 通过经销商销售，40-50% 通过自营销售，预计原料成本为 5-7%。

图 28、品牌集团形成路径



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、珀莱雅公司站稳高增速电商赛道，依靠电商优势团队向彩妆赛道、高端品类赛道进军



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

重点推荐珀莱雅及青松股份，关注丸美股份、上海家化、华熙生物、壹网壹创。

珀莱雅主品牌以电商为核心，打造社交属性明星单品，获得年轻消费者认可，收获稳定现金流，有望站稳高增速电商赛道，依靠电商优势团队进军彩妆及高端品类赛道，完善品牌矩阵。青松股份，化工业务有望触底，代工业务享有行业平均以上增速，监管趋严利好龙头代工厂诺斯贝尔。丸美股份推出明星单品及营销新玩法，有望通过与壹网壹创合作进一步实现电商自营业务高速增长，持续推进高端化和年轻化，为公司带来稳定现金流。上海家化初步形成品牌矩阵，期待公司佰草集持续推出明星单品，玉泽发力功能性护肤赛道提升品牌力，期待公司进一

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

步提升电商占比。华熙生物作为全球龙头透明质酸原料龙头企业，借原料优势和医美知名度“降维打击式”进入功能性护肤品市场，打造次抛原液明星单品，有望站稳高端化、电商两大高增速赛道。壹网壹创站在电商、高端护肤品和彩妆三大赛道，有望通过提升线上管理业务和自建品牌抵御风险。

2.3 旅游演艺：宋城尝试直播带货，加大线上营销投入

受防控影响，1月24日起宋城旗下所有项目均已关闭，目前宁乡和宜春两个轻资产项目已开园，杭州、三亚等自有项目计划于6月中旬重新开园。防控期间，宋城加快新节目的排练进度、新项目的建设进度以及已有项目的更新改造进度，并且提出了新LOGO、新口号——“宋城，让生活更有戏”、新模式——宋城演艺王国、新征程——世界演艺第一。除此以外，宋城在线上也有所布局。

首次尝试直播带货，加大线上营销投入。今年5月14日，淘宝直播带货女王薇娅在其直播间里推荐398元的杭州宋城2天1晚双人套餐，当晚销售约6,000笔，销售额约239万元。虽然销售额绝对值并不大，但这体现出宋城营销策略的转变。此前宋城在营销宣传方面侧重于线下，例如在项目所在地的酒店客栈的前台、公交车车身、道路两旁投放广告，举办针对本地人的惠民活动等，宋城希望的是能够将营销费用更直接地转变成项目收入。但是随着宋城项目数越来越多以及新媒体渠道持续火热，加上防控加速全社会线上化进程，宋城决定今年的重点任务之一就是加强线上精准营销。为此，宋城今年已重组部分营销部门，计划以后在携程、美团等OTA平台上增加曝光度，针对情侣、闺蜜、亲子、家庭等不同群体推出相应的营销产品，增加线上营销精准度从而提升转化率。加强线上营销对宋城的意义在于：1) OTA用户多为散客，有利于提升项目散客占比，从而提升客单价；2) OTA用户以年轻人居多，加强线上营销有利于增加宋城在年轻群体中的认知度；3) 此前的线下营销局限于单项目，而OTA营销适用于多个项目，加强线上营销投入将实现宋城从一个景区独立作战到各个景区集团化作战转变，有利于提升宋城整体品牌知名度。

图 30、5 月 14 日薇娅直播中推荐的宋城套餐



数据来源：淘宝 App，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、“宋城小白”抖音账号已有 61.5 万名粉丝

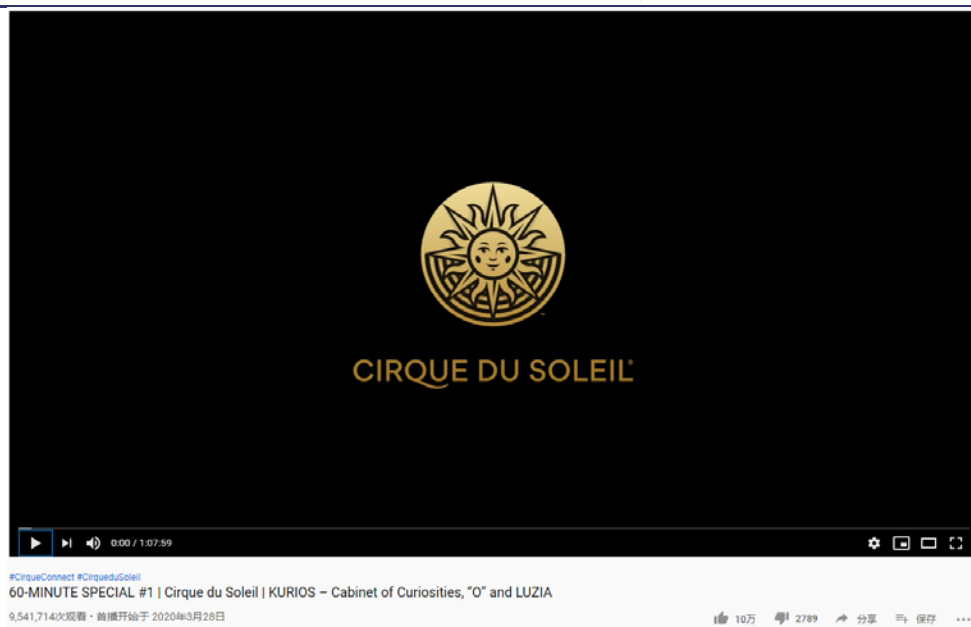


数据来源：抖音 App，兴业证券经济与金融研究院整理

实际上，2017 年公司提出的“六个宋城”发展战略中就提到了打造网红宋城，近三年宋城在这方面的确做了许多努力。宋城重点打造的抖音网红“小白”已收获 61.5 万粉丝和 299 万个赞；各地景区也纷纷增加网红打卡点，例如三亚千古情景区紧跟市场需求，关注“Z 世代”出游人群比例逐年递增的趋势，新增黎锦文化馆、扎染文化馆、海上丝路文化馆等非物质文化遗产项目，将传统文化与现代潮流相结合，打造年轻人喜爱的“国潮”元素，深受游客热捧。

宋城更多在渠道端尝试线上，内容端线上化的条件尚未成熟。无论是直播带货、加大 OTA 营销力度，还是打造网红概念，宋城与线上的融合集中在渠道端，而在内容端或者说新商业模式的开发上未有成果。今年 3 月 28 日，世界知名演艺团体太阳马戏团停演后在 Youtube 上传了 60 分钟版的节目精选特辑，在不到 2 个月的时间里播放量已超过 954 万次，显示出太阳马戏团在线上有庞大的粉丝基础。在互联网高度普及的今天，线下节目线上化，或开发线上项目也是很好的发展方向，有利于增强旅游演艺机构的抗风险能力。但是也要注意，线上无法带来线下旅游项目特有的体验感，这也是演艺机构乃至旅游机构线上业务开展缓慢的主要原因，或许随着高科技的运用，线上 VR 观演能在一定程度上满足观众的体验感。

图 32、太阳马戏团在 Youtube 上的 60 分钟精选特辑播放量已超过 954 万次



资料来源：Youtube 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

持续重点推荐宋城演艺。宋城 20Q1 实现营收 1.34 亿元，预计 1 月 24 日之前的演出收入约为 0.74 亿元，轻资产前端服务费收入 0.6 亿元（仍有约 2.3 亿元待结算）；归母净利 0.50 亿元，测算政府补助约 0.2 亿元，以花房为主的投资收益 0.35 亿元，银行理财收益 0.15 亿元，轻资产服务费利润约 0.3 亿元，演艺主业约亏损 0.5 亿元。此外，截止 20Q1 末公司账上仍有 15 亿现金和 9.5 亿交易性金融资产（主要为银行理财），足以应对停业带来的净现金流出。在最坏的情况下依然能够保持盈利，体现出宋城商业模式的优越性。重申宋城核心推荐逻辑：成熟项目天花板提升+在建项目陆续落地且尝试新模式+潜在项目选址多。

- ✓ **成熟项目：**杭州、三亚、丽江三个成熟项目为宋城贡献主要存量利润，并通过建设新剧院（增加客流量）、新增二次消费（提升客单价）等方式不断提升单项目营收天花板，整体业绩保持稳健增长。例如杭州将在今年推出演艺王国模式，并且新增三三号剧院，一方面景区的最大承载能力翻倍提升，春节、国庆假期等超旺季时期游客接待量将大幅增加；另一方面宋城将在原千古情 300 元门票的基础上推出 399 元联票，将直接提升客单价，从量价两个方面均能持续提升杭州项目天花板。
- ✓ **在建项目：**自有的桂林、张家界项目和轻资产的宁乡、宜春项目已经开业，西安、上海、新郑、佛山、西塘、珠海等项目将在未来三年内陆续落地，将成为短期业绩增量主要来源，其中上海项目尝试城市演艺、西塘与珠海项目尝试演艺谷，成功的话均能提升宋城长期发展空间。此外因地震停业的九寨项目已做好开业准备，也将于今年重新推出。
- ✓ **潜在项目：**目前公司仅在 11 个省/直辖市有布局，国内外潜在选址多。我们

测算按照现有旅游演艺模式，公司共可在全国范围布局 20 个自有项目，未来成长空间大。

2.4 人力资源服务：线上招聘火热，防控转变企业主雇佣理念

防控对人力资源服务行业也产生重大影响，最直接的变化就是大多数现场招聘暂停，转而变成线上招聘的形式。今年 2 月 5 日，人社部联合教育部等五部门联合发布通知，要求暂停各类高校毕业生就业现场招聘活动，鼓励高校和用人单位利用互联网进行供需对接，要求各级各类公共就业人才服务机构、人力资源服务机构应加大线上招聘力度；2 月 6 日，人社部再次发布通知，要求各地区事业单位公开招聘暂停组织线下现场报名、笔试、面试活动，改为网上组织或延期举行。据调查显示，54.6%的企业会调整春招形式，76%的企业表示会通过线上语音/视频的形式进行面试。

短期，线上招聘平台需求激增，平台流量及当期收入快速增长；中长期，企业招聘线上化渗透率或将进一步提升，源自线上招聘信息数量多，招聘方与求职者的可选择范围均得到扩大，且计算机可替代人力完成简历筛选等初步流程，节约招聘时间。对招聘方来说，线上招聘节省了时间与精力成本，且有更大机率获得所需人才；对求职者来说，求职进程加速，求职效率提高。

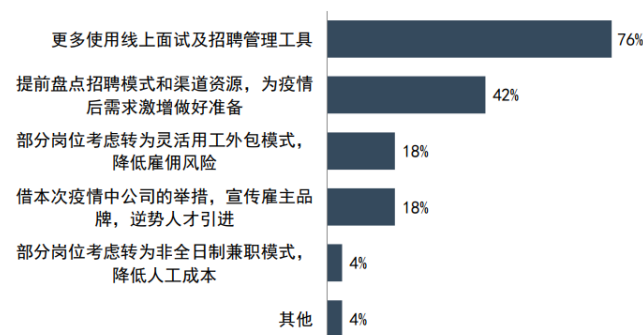
图 33、今年春招多家央企采用线上“云招聘”



数据来源：学习强国 App，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、调研显示防控使雇主线上招聘意愿大幅提升

基于疫情，您的招聘及雇佣模式可能有哪些变化和举措？



数据来源：科锐国际公告，兴业证券经济与金融研究院整理

除了积极协助各地政府开展线上招聘以外，国内人服巨头科锐国际还顺应市场需求，在防控期间推出系列无接触人力资源一体化解决方案。此外，科锐在垂直招聘平台建设和人力资源 SaaS 产品等方面持续加大研发投入，满足客户在变革驱动下产生的深层次人力资源服务需求。例如打通“服务+技术”叠加服务大健康领域，在垂直医药领域的“医脉同道”平台积极赋能大健康行业现有客户及候选人的同时，不断聚合补充行业内的长尾客户；推出“禾蛙”平台，帮助人力资源行业高效低成本获客，打通各人力资源服务机构的孤岛信息。2020Q1，科锐的研发投入和信息化投入累计达到 1,100 万元。

图 35、科锐国际在防控期间推出系列无接触人力资源一体化解决方案

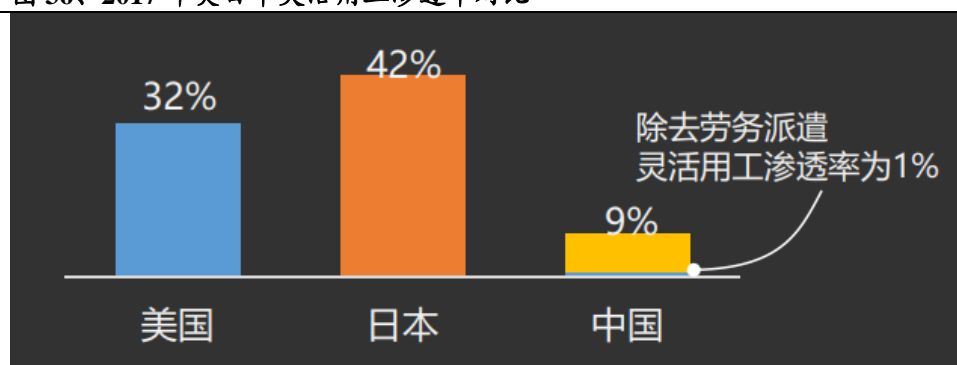


资料来源：Youtube 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

人力成本成为部分企业防控期间最大负担，或促使企业转变雇佣理念。以餐饮行业为例，2018 年我国共有 2.57 万家餐饮企业，规模以上餐饮企业从业人员达 222 万人，在劳动力结构上处于高度密集状态，即使在标准化最高的火锅企业中，人力成本占营收的比重也接近 20%。根据中国烹饪协会发布的调研报告显示，今年春节期间 93% 的餐饮企业都选择关闭门店，但依然要承担人工、房租、储备物资过期等损失，预计 2020Q1 平均每家餐饮企业的主要成本费用为 1,810 万元，其中人力成本高达 1,059 万元，占比高达 58.5%。在餐饮企业营收大幅降低或失去营收来源时，人力成本成为企业重要负担。

首先，防控期间不仅仅是劳动密集型服务业损失惨重，节后复工时间延迟影响了绝大多数企业的生产经营进度，传统全日制雇佣模式下的企业在收入受损的同时依然要支付同等的人力成本，从而降低企业效益，企业主观上有将传统雇佣转变成灵活用工的动力；其次，2 月 7 日人社部等四部委联合发布意见指出，鼓励企业灵活安排工作时间，鼓励符合规定的复工企业实施灵活用工措施。这也是“灵活用工”一词首次写入人社部的文件中，此前更多地是被各级政府所使用，在一定程度上代表了国家对灵活用工模式的认可，在国家政策角度推动企业雇佣理念转变；此外，春节期间及之后盒马、京东、联想等大型企业采取“共享员工”，给这些企业以及原用人单位带来的好处显而易见，也促使企业更多地尝试灵活用工模式。相比于日本 42%、美国 32% 的灵活用工渗透率，2017 年我国灵活用工渗透率仅为 9%（其中劳务派遣占 8%，狭义灵活用工仅为 1%）提升空间巨大，且经历此次事件后企业雇佣理念的转变将极大地加速我国灵活用工渗透率提升进程。

图 36、2017 年美日中灵活用工渗透率对比



来源：金柚网，兴业证券经济与金融研究院整理

重点推荐**科锐国际**：公司短期受防控影响有限，中长期受益于企业雇佣态度转变带来的灵活用工渗透率及线上招聘渗透率的加速提升。看好国内人服行业头部集中化趋势，灵活用工业务将成为发展重点，科锐国际作为 A 股上市唯一一家国内领先人力资源整体解决方案提供商，未来将继续通过加强技术赋能、加大政府合作、推进海外布局等模式创新贡献增长新动能，进一步巩固和加强公司在全球人力资源服务市场行业地位。

3、教育行业——线上需求长期替代线下

3.1 职业教育：招录升学扩招，高效体系+教研优势支撑多品类矩阵

3.1.1 职业教育在教育体系中的地位正加速提升，社会化办学受到政策支持

近年来，随着人口红利的逐步消退，经济逐步由投资驱动向消费驱动转变，2019 年消费支出对 GDP 增长贡献率为 57.8%，消费连续 7 年成为经济增长第一拉动力，随着产业结构的迅速变化，企业对技术人才的专业能力和综合素养的要求逐步提高，传统学历教育无法完全满足与之匹配。

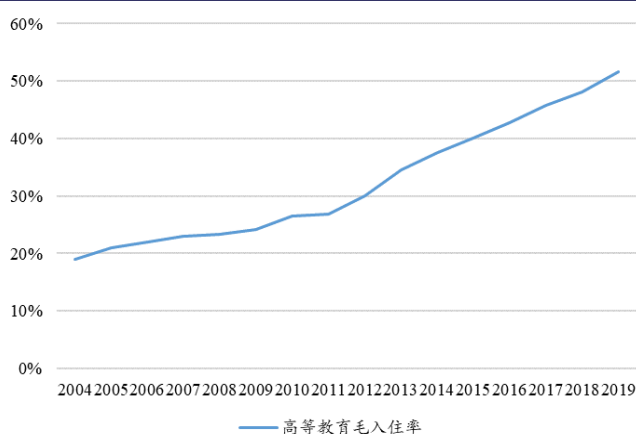
国家对发展职业教育的支持力度不断加大，“十三五”教育规划提出要大力发展现代职业教育，2019 年和 2020 年政府工作报告均提出扩大高职高专招生规模，19-21 年三年扩招达 300 万人。根据《国务院加快发展现代职业教育的决定》提出的目标预测，行业市场规模 2020 年将达到 9,800 亿元；2019 年以来的《国家职业教育改革实施方案》和《中国教育现代化 2035》，从政策和制度层面有力推升职业教育在教育体系中的地位，同时，强调经过 5-10 年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变。

3.1.2 高等教育入学率稳步提升及就业竞争加剧为职教发展提供了广阔需求

我国 2019 年高等教育毛入学率 51.6%，根据世界银行公布 2017 年度各经济体高

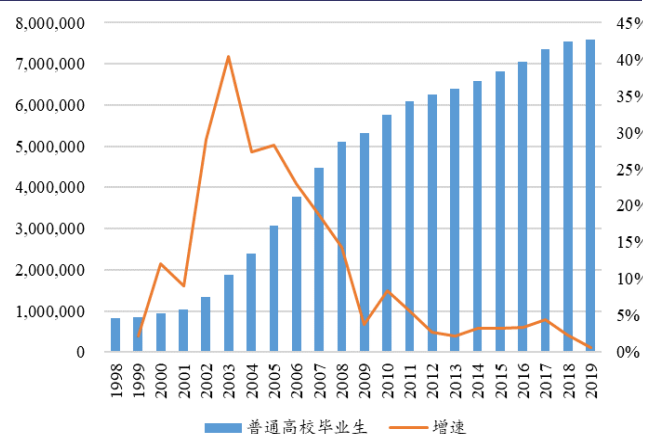
等教育毛入学率数据显示,中等收入国家平均 36.0%,中上收入国家平均 52.0%,高收入国家平均 77.0%,后续还有非常大提升空间,虽然我国低年龄段人口绝对数量在逐渐减少,但高中及高等教育毛入学率提升将有效对冲绝对量下降的影响,预计相当长的时间里我国高等教育在校学生规模会保持相对稳定的高峰水平。根据人社部就业促进司数据显示,2020 年高校毕业生数量将创历史新高,达到 874 万,同时,2020 年高考报名人数也创下历史新高,报名人数达 1,071 万人,可见一斑。

图 37、中国高等教育毛入学率稳步提升



资料来源:教育部,兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、高校毕业生持续创新高



资料来源:教育部,兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、世界主要国家和地区高等教育毛入学率

国家和地区	毛入学率
韩国	94.4%
美国	88.2%
新加坡	84.8%
中国香港	74.3%
德国	70.3%
加拿大	68.9%
法国	65.5%
英国	60.0%
中国内地	48.1%

资料来源:联合国教科文组织,教育部,兴业证券经济与金融研究院整理

注:中国内地数据为 2018 年度,其他国家和地区数据为 2017 年度

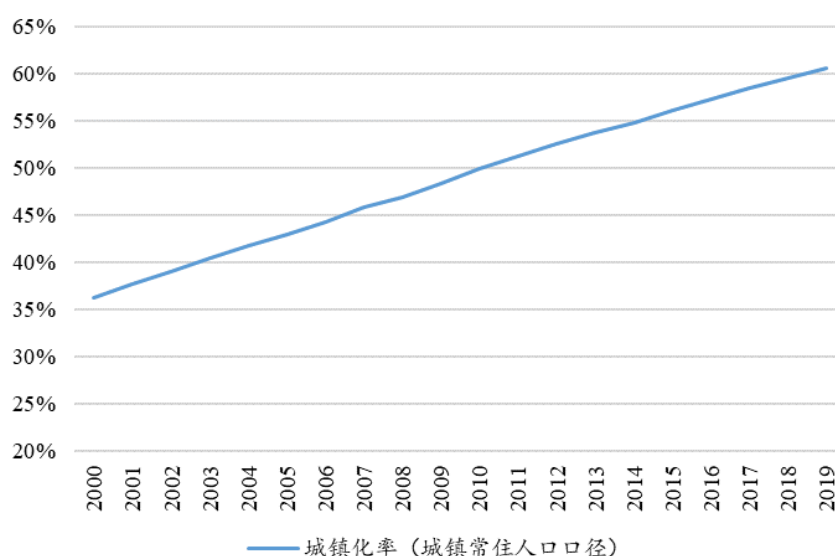
3.1.3 城镇化率提升推动公共服务水平不断提高,为公职及基层事业单位招聘市场创造了强劲的增长动能

我国城镇化水平不断提升,伴随对政府公共服务的需求也越来越多,根据统计局,2019 年我国城镇人口占总人口比重为 60.60%,而全国人户分离人口达到 2.8 亿人,按户籍人口的城镇化率还处在较低的水平,中国城镇化率处于 30%~70%的高速成长区间,要达到发达国家 80%以上的城镇化率,还可能将持续近 20 年的发展;随着城镇化率提升,对应的政府公共服务亦将得到明显提升;根据国家行政学院的研究,发达国家的公共部门就业人口约占劳动力就业人口的 10%~20%,加拿大和香港甚至超过了 20%,而我国目前的公共部门就业人口只占劳动力就业人

口的约 5%。

同时，近年来国家多次强调要建设服务型政府，强化社会管理和公共服务职能。与基础设施等公共产品相比，公共服务属于劳动力密集型投入，尤其是地方政府的基层公共服务，在提升公共服务能力的同时可以吸纳大量的就业人员，为公职及基层事业单位招聘市场创造了强劲的增长动能。

图 39、城镇化率不断提升，但与海外成熟经济体仍有较大差距

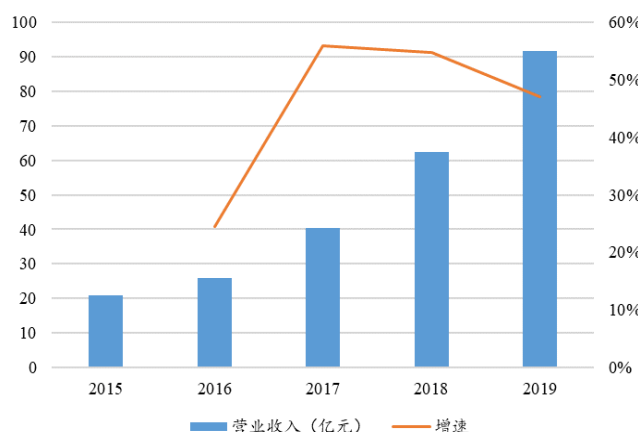


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.4 中公教育：核心主业优势不断强化，线上业务增速迅猛，多品类增长飞轮效应显现

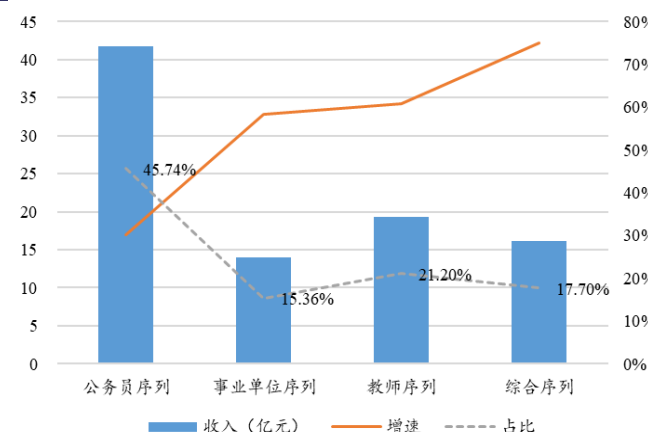
中公教育核心收入来自公务员序列，但随着其他系列快速增长，公务员序列的收入占比已经由 2015 年的 65% 下降至 2019 年 46%，2019 年度教师、事业单位和综合招录 3 个序列呈现多序列均衡快速发展，单个序列的平均营收超过了 10 亿元。2019 年公司实现营收 91.76 亿元，同比增长 47.12%，实现归母净利润 18.05 亿元，同比增长 56.52%，2015-2019 年收入和净利润 CAGR 分别达 45% 和 83%。

图 40、多重因素推动营收持续保持快速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

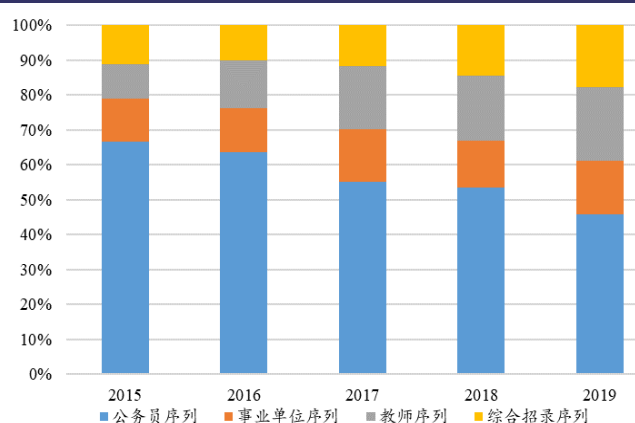
图 41、多序列均衡快速发展模式逐步成熟



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分版块来看，除了核心公务员序列持续保持快速增长，教师、事业单位和综合招录 3 个序列也保持非常快的成长，2019 年 3 个序列总营收已经超过公务员序列，且规模均突破 10 亿，多序列均衡快速发展的模式基本形成。

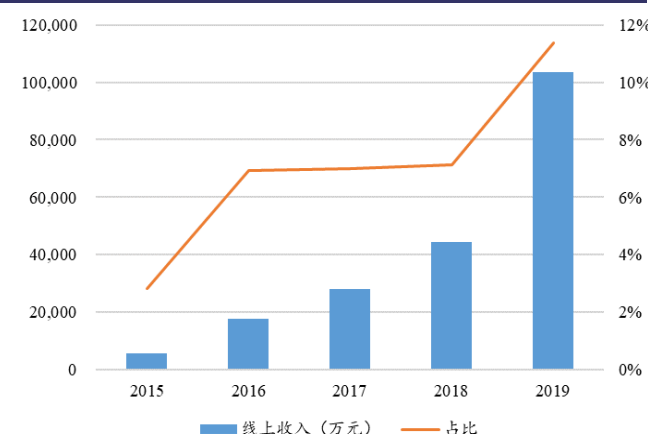
图 42、多序列均衡快速发展的模式基本形成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年公司合并披露线上线下四类

图 43、线上业务增长迅猛



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

依托卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，截止 2019 年底，在全国拥有 1,104 家直营分部和学习中心覆盖了全国 31 个省市，并正在快速向数千个县城和高校扩张。在渠道持续扩张同时，公司研发、师资和销售人员也同样保持持续快速的的增长，渠道和人员保持快速良性增长。

表 6、公司渠道不断下沉，师资力量不断扩充

	2016	2017	2018	2019	2016-2019 年复合增速
直营分支机构	413	551	701	1,104	38.78%
员工人数	10,870	19,074	25,718	35,209	47.96%
研发人员	591	986	1,350	2,051	51.40%
教师人员	3,893	6,530	9,424	13,475	51.27%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 44、公司 2019 年末经营网络和资源情况



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

20Q1 因防控影响部分收入确认延后拖累业绩增长，但收款情况良好，随着线下业务逐步恢复，预计 Q2 增长可期。受防控影响，2/3 月份线下授课无法大规模开展，另外部分招录和考试推迟（今年 3 月教师资格证考试推迟至下半年一并组织、各地省考延后），由于公司收入确认条件限制，培训收款收入确认延后（19 年末预收款较 18 年末组织 37.2%），导致收入出现下滑，从 Q1 预收款（科目调整为“合同负债”）来看，同比增加 12.38 亿元/+29.25%，较 19 年末增加 29.14 亿元/+113.94%，在线下业务开展受限条件仍实行快速增长，随着各地高校毕业班陆续开学，相关招录和考试开展，线下培训业务逐步恢复及网点开拓，预计 Q2 业绩和收款增长可期。

今年高校毕业生再创新高，稳就业下招录、升学市场景气度提升。根据国家人社部预计 2020 年高校毕业生毕业生规模创新高达 874 万人，同比增加 40 万人，在今年公共卫生事件影响下，稳就业重要性再次提升，20 年国考、考研招录人数均同比有较大幅度提升，及目前公布各地公务员和事业单位均呈现增长态势，预计今年招录、升学市场景气度提升，同时招录名额增加能够有效提升通过率，拉低退费率。

3.2 K12 培训：“停课不停学”加速行业洗牌与转型升级

1 月 24 日起，随着各地线下校外培训活动被相继叫停、各级学校开学纷纷延期，大量免费流量涌入在线教育领域，迎来发展井喷期，在线教育机构迅速推出大量低价甚至免费课程进行引流，线下机构也开始积极推动线下课程“上线”。

“停课不停学”热潮发展初期时间线：

- ✓ 1 月 24 日起，全国各地教育部门已相继发文暂停了线下校外培训活动；
- ✓ 1 月 27 日，教育部通知 2020 年春季学期延期开学；

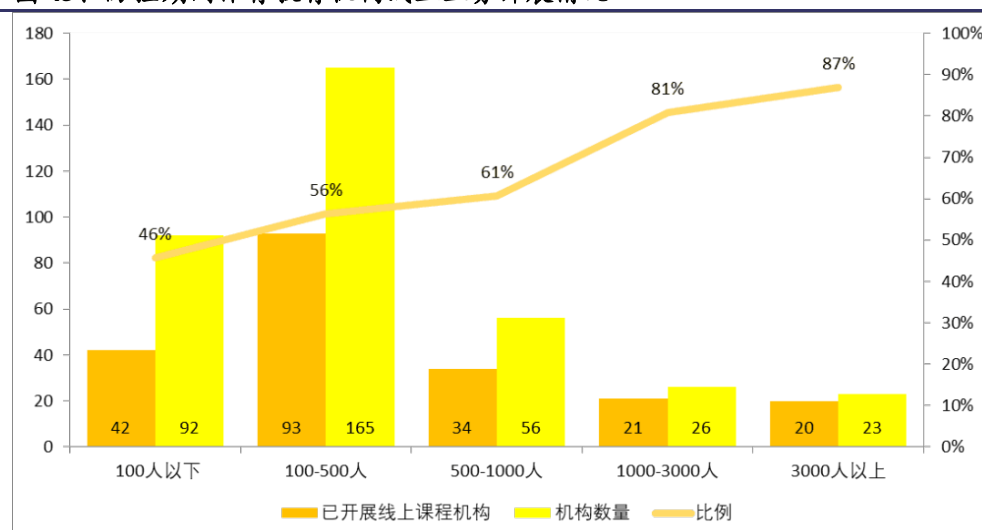
- ✓ 1月29日，教育部正式通知利用网络平台“停课不停学”。教育部正在统筹整合国家、有关地方和学校相关教学资源，提供丰富多样、可供选择、覆盖各地的优质网上教学资源，全力保障教师们在网上教、孩子们在网上学；
- ✓ 2月4日，针对“停课不停学”期间发生的各种乱象，教育部提醒各地原计划正式开学前不要提前开始新学期课程网上教学。

多家在线教育机构迅速推出在线课程：

- ✓ **网易有道精品课**于1月24日宣布开始向武汉市中小學生提供免费的寒假直播课程，并在1月26日将范围扩展至湖北省。
- ✓ 1月26日，**跟谁学**与**高途课堂**宣布联合向武汉地区的中小學生免费赠送20000份价值2000万元的寒假正价直播课，跟谁学与高途课堂联合数十家平台，面向全国中小學生提供高质量的免费直播课和精品课。
- ✓ 1月26日，**好未来旗下学而思网校**宣布从2月10日起，推出从周一到周五与校内时间同步的全年级各学科免费直播课和自学课，向全国用户开放。
- ✓ 1月29日，**VIPKID**宣布为全国延迟开学的孩子们免费提供春季在线课程。
- ✓ 1月29日，**猿辅导**宣布将为全国中小學生提供免费的巩固预习课；同时整合公司全部优质教育资源，开放旗下猿辅导网课、猿题库、小猿搜题、小猿口算、斑马AI课等产品的核心功能。
- ✓ 2月4号，**新东方在线**开始为全国中小學生推出免费同步课。

线下机构加快线上转型。面对突发情况各地线下机构也迅速做出应对，龙门教育早在1月27日便将K12业务整体迁移至线上，随后大量线下机构也基本于年后完成整体迁移，并将大量精品小班课携带到线上。即使是拥有极强线下粘性的体育教育领域，面对特殊形式也不得不加速线上布局，二月中旬，懒熊青少年体育发起了一次体育教育公司的调查问卷，获得了来自全国29个省100个城市362家体育教育公司高管的反馈，有210家于2月12日之前已经开展了相关线上课程的服务，占比超过半数，达到56%。

图 45、防控期间体育教育机构线上业务开展情况



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：芥末堆，懒熊青少年体育，兴业证券经济与金融研究院整理

4月，爱学习发起了K12教育培训机构OMO（Online-Merge-Offline，一种线上与线下融合的商业模式）专项调研，并公布了《K12教育培训机构OMO专项调研报告》。报告显示，防控期间OMO教育模式被广泛的宣传和讨论，OMO理念在K12教培行业的渗透率大幅提升，达到91%。同时，线下复课后准备使用OMO教学产品的机构比例，也从2月底调查问卷中的53%提升到了72%。

防控期间“停课不停学”带来的巨额免费流量推动了在线教育市场规模的扩大和渗透率的提高，有效缓解了在线教育获客成本逐年提高的困境，同时加快了线下机构的线上转型，大量积极作用其实已无需多言，但行业繁荣之下，因为超高速发展一些问题也随之提前爆发。

- 1) **巨额流量引爆市场同样暴露课程质量问题。**今年年初的特殊情况迫使很多线下机构把学生往线上引流，同时很多大型网校也在寒假期间采取免费赠课的形式吸引生源，业内估计新增5000多万流量进入K12在线教育领域，节省了近千亿广告费。但免费流量并不能简单等同于利好，巨额流量的注入同样引爆了在线教育市场存在的一系列问题，其中最致命的是课程质量问题，目前在线教育仍然处于“大班+双师”的业务模式，即一个几百人的大班配上一个主讲老师和一个辅导老师，课程缺乏针对性难以解决学生的个性化问题；近期流量的注入使得这一问题愈加恶化，大量新注入的流量因此迅速流失，学生到课率持续下降，口碑同样损失惨重，未来消弭这些负面影响需要付出巨大的代价。同时，线下大中型机构的被迫入局也带来了大量高品质小班课程，对大班模式形成进一步冲击，精品小班成为在线教育新的选择。
- 2) **过度营销忽视质量的机构面临洗牌。**此次教育行业各机构纷纷宣布转入线上，为追赶市场趋势，部分教师队伍不够专业，在线教研体系不够完善、信息系统不够适用的机构也匆匆投入在线教育的市场争夺中，即使短期内能吸引大批用户，增加自家流量，但是在教育这个重口碑的行业里，这种做法极易败坏自家在线下教育领域刚刚积攒起来的口碑。激烈的市场竞争让一些急于占据一席之地的机构将绝大部分注意力放在获客增长上，重营销、轻服务、轻资产的倾向极为明显。从近年来行业的发展来看，那些不注重教学质量，只想通过烧钱营销而迅速占有用户、占领市场的互联网策略并不适用，过度营销无异于饮鸩止渴。
- 3) **整体迁移难以进行线上线下差异化。**现阶段大量线下机构为保证正常运营采取整体迁移、全价课程的策略，线上课程与原先线下课程客单价甚至内容完全一致，在短期内、特殊情况下虽然得到了大部分家长的理解与支持，但随着近期线下培训逐步放开，防控期间获得的线上增量将受到自身的线下业务的挤压。尽管对于部分仅将线上作为临时过渡的机构影响不大，但大部分致力于借此开展线上业务的机构将面临严峻的考验，价格的调整、课程内容的区分、线上线下业务的融合都迫在眉睫。

- 4) **线下机构转型尚处于起步阶段。**目前尽管因为防控压力大量线下机构开始推进线上业务，但大部分只是采取简单的“老师+耳麦+摄像头”，本质不过是把线下课程简单迁移至线上，实际效果非常一般，甚至不少机构表示一旦防控解除会重新回归线下业务，彻底放弃临时开拓的线上模块。线上教学同样有自己的规则，不仅要看懂线上业务的盈利模式，还需要对产品、老师、组织和服务进行重构，快速扩大规模，同时保证教学效果。线下“上线”仍需大量技术支撑，爱学习相关调查报告显示，机构希望第三方平台提供支持的前五名分别为稳定的技术平台、成熟的产品体系、持续的运营指导、较短的转型周期、较低的转型投入，对于这五项受访机构的选择比例分别为 74%、72%、65%、59%、56%。在线教育需要相对成熟的产品体系和运营机制，新进入的玩家们仍然有很长的路要走。

图 46、线下机构转型线上面临的考验



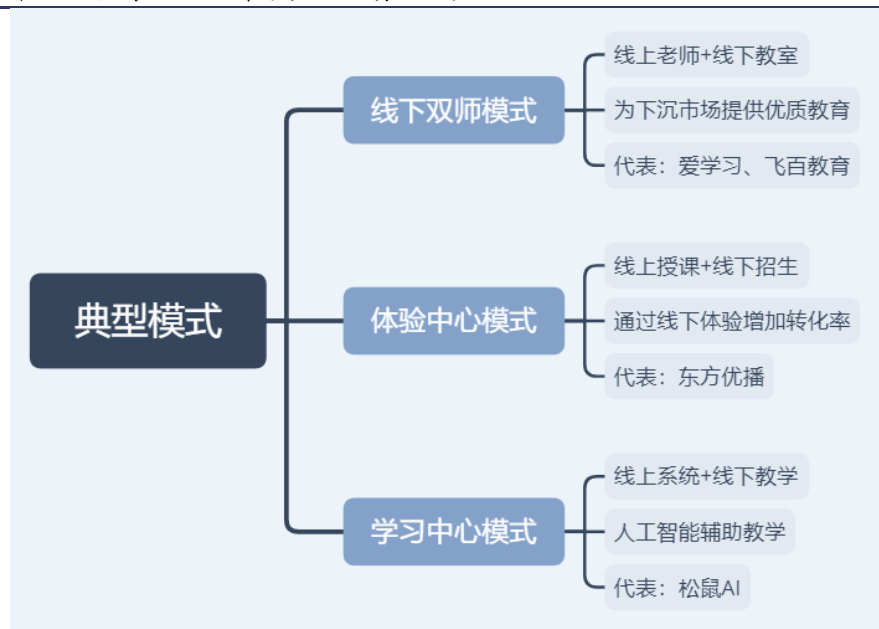
资料来源：豌豆思维，创新工场，兴业证券经济与金融研究院整理

K12 教培行业未来展望：线上线下融合与课程体系拓展升级。近期各地纷纷放开线下培训机构复工，5月18日上海市教委发布消息称，未成年人室内培训、托育、婴幼儿早期发展指导服务等机构（密闭空间除外），符合防控要求并备案承诺或检查合格后，可于6月2日起恢复线下培训服务，这意味着上海市涉及校外线下成人、K12 培训及低幼儿服务的全链条产业已基本解封。线下培训业务的逐步放开也标志着线上教育野蛮生长的机遇期已经过去，线下机构将迫切需要开始探索线上线下融合巩固现有成果，线上机构则需要进一步转型升级提高留存率。

- 1) **线上线下融合之路。**对于线下机构而言，原有的线下优势不能抛弃，防控期间积累的线上资源也不应当浪费，未来线上线下课程的差异化与有机融合迫在眉睫。目前一种较为常用做法是，线上课程承担引流并进行专题化教育，线下课程则进行系统教学，但这种分工较为原始初步，模块间互动性较差，无法作为未来的核心战略。一种较为可行的趋势是教育 OMO，即 Online-

Merge-Offline，一种线上与线下融合的商业模式，以语言学习为例，在早期的设想中，未来的语言学习将会把外籍老师、本地助教、自动化软件和自动化硬件连接起来：由外籍老师负责远程授课，本地助教负责活跃气氛，自动化软件负责纠正发音，自动化硬件负责作业和测试评分。教育 OMO 不仅仅是简单的“线上+线下”，而是基于两块业务各自的特点精准分工合作，同时解决线上转化率低、招生成本高、监督难度大和线下人工成本高、覆盖面窄、授课时间固定的问题，经过一段时间的发展，目前有线下双师、体验中心和学习中心三种较为典型的模式。

图 47、教育 OMO 部分典型业务模式



资料来源：芥末堆，创新工场，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) **线上课程体系扩展升级。**目前线上课程主要还是大班双师的模式，由一位上课老师和一位辅导老师负责 200-400 名学生，盈利能力较强的同时课程缺乏针对性，一套课程覆盖全国各地，同时过多的学生数量也导致无法兼顾学生个性化问题。早期由于缺乏比较、学生数量可控，依靠上课老师良好的控场能力没有暴露出太大问题，但随着防控期间在线学生数量的陡增，以及大量线下机构将自身的精品小班课程转移到线上，这套模式面临巨大的冲击。目前业内一种观点是效仿线下机构引入精品小班提升课程品质；另一种观点是贯彻大班模式，与此同时通过 5G 网络、算法模型和人工智能这些技术工具，提升教师教研效率、教学效果与服务效率，加强学生和教师之间的互动，实现智能化与个人匹配，以此来解决大班模式的固有弊端；无论采取哪一种方式，都意味着现有的课程体系和教学方式将面临巨大的变革。同时，目前线下机构的线上课程还处于简单照搬线下内容的阶段，随着线下逐步放开，短期内解决课程差异化问题迫在眉睫，而长期来看，线上平台的开发、单独课程内容的教研、技术的深度融合也需要逐步提上日程。

图 48、线上+线下双师授课场景



资料来源：芥末堆，兴业证券经济与金融研究院整理

总体而言，防控时期的特殊情况推动了线上教育的蓬勃发展，同时也暴露出一系列问题，应当说这些问题的提前暴露并非一件坏事，而是整个行业走向成熟的必经之路。随着线下培训逐步放开，短期内势必会出现一定的“退潮”，但在过去4个月线上教育的概念和模式已经成功完成普及，长期来看在线教育的渗透率将不断提高，并逐步缩小与线下课程的品质差距。未来线下机构需要线上平台进一步扩大影响、降低成本，线上机构也需要线下网点加强招生、提升教学效果，因此线上和线下、教学与技术的深度融合是大势所趋。

立思辰 2020Q1 线下业务受创，大语文保持增势。2020Q1 营收 1.32 亿元/-71.87%，归母净利-1.40 亿元/-590.26%，扣非归母净利-1.40 亿元/-593.04%。防控压力下学校全部停课，除大语文之外的教育信息化业务暂时停滞，导致收入和净利润大幅下降，一季度大语文学习业务现金收款 4,807 万元/+75.76%；确认收入 9,001 万元/+51.84%。截至一季度末，公司大语文直营学习中心数量为 111 个，加盟学习中心数量为 334 个；分校业务报名人数为 2.66 万人，比上年同期增加 94.30%。

随着语文在中高考中的重要性提升，语文培训市场迎来发展契机，且新东方、好未来等教育龙头布局尚少，公司通过课程&师资&运营三方面构筑核心竞争力，占据先发优势，建议投资者积极关注。

4、酒店、景区、出境游、餐饮、珠宝行业——受损严重但防控结束会反弹

4.1 酒店：最差的时候已经过去，头部管理公司优势愈加显著

4.1.1、各酒店集团加强信息化建设及线上预订

防控影响期间，除了此前在信息化方面投入较多的华住外，各大酒店集团对信息化建设的重视程度不断强化，通过提供线上选房、自助入住/退房及机器人配送等服务减少接触，同时，能够有效降低人员，削减开支，优化运营效率。

图 49、华住推行无接触服务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

防控冲击下，在成本端，酒店业主对成本管控会更加重视，由于租金和折旧摊销相对刚性，人工成本优化变得更加重要，短期看此前信息化投入可以减少人工刚性开支及接触带来的风险，中长期来看，会改变业主用工态度，更要重视技术对人工替代；从收入端来看，线下渠道变得更加重要，这也是纷纷大力推广 CRS 系统、自建渠道及重视会员重要原因，2019 年华住线上预定量占比由 2018 年 35% 提升至 40%，线上预定 GMV 达 38 亿元，同比增长 72%；锦江通过体外打造 WeHotel 全球酒店共享平台坚持会员引领、酒店赋能，有效利用数字化工具连接线下酒店，精准切入交易领域最终触达消费者，配合防控期间复工复产，根据市场变化及时调整营销策略，在线下场景继续推进 APP 流量转化，推进会员升级计划，对接锦江海外酒店预订系统，建设锦江全球会员联盟体系，使全球会员权益与酒店资源共享。

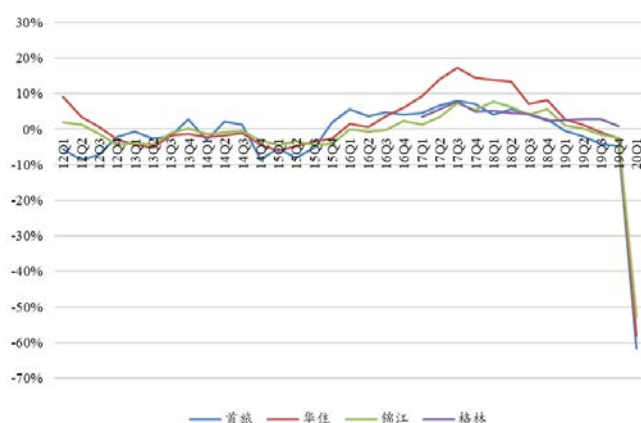
除此之外，度假酒店和高星级酒店纷纷推出线上直播、预购模式，五星级酒店开展线上外卖业务对冲公共卫生事件影响，打造新的消费模式，后续防控结束也将持续对酒店行业发展产生影响。

4.1.2、结构调整，整体 RevPAR 表现优于同店 RevPAR

在经历 17 年量价齐升后，18 年入住率在同期高位、新开店尤其是中高端增加以及中美贸易摩擦背景下，19 年因经济增速下行等因素影响，3 家酒店整体入住率自 18 年以来连续 9 个季度下行。

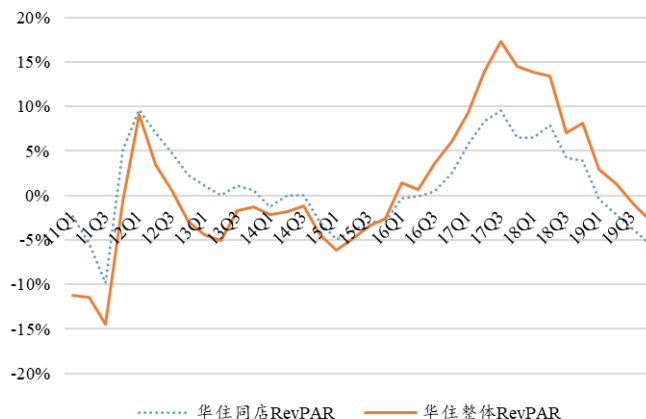
受益于门店升级和中高端客房占比提升，整体平均房价维持上涨，但涨幅快速收窄；从19年数据来看，华住、锦江和格林整体 RevPAR 继续保持正增长，首旅如家表现较差主要由于其中高端门店占比提升不及华住和锦江，而格林酒店因为核心产品价格区间拉升、定价策略及 Q2 并购雅阁酒店带动起平均房价上涨显著影响，RevPAR 维持正增长，19Q3 华住整体 RevPAR 结束了连续 14 个季度的正增长，出现下滑，19Q4 下滑幅度有所加剧。除了受经济下行影响，还有低价的软品牌开店提速影响。

图 50、除格林酒店外整体 RevPAR 增速 19 年以来陆续转负



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、受益于中高端占比提升整体 RevPAR 表现持续优于于店



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：以华住为例，锦江、首旅也呈现同样的趋势

4.1.3、扩张：新开店和签约店创新高，头部品牌优势显著，成为收入增长核心驱动力

19 年整体开店保持快速增长，中高端占比快速提升，直营店继续收缩。19Q1-Q4，华住：新开店 1,715 家（18 年同期 723 家），净开 1,388 家（18 年同期 484 家），其中直营店净增-11 家，管理和加盟店净增 1,399 家，经济型净增 593 家，中高端净增 195 家；锦江：新开业 1,617 家（18 年同期 1,243 家），净增开业 1,071 家（18 年同期 749 家），其中直营店净增-27 家，中高端净增 1,115 家；首旅如家：新开店 829 家（18 年同期 622 家），净开 449 家（18 年同期 337 家），其中直营店净增-74 家，中高端净增 1242 家；格林：新开 607 家（18 年同期 554 家），净开酒店 494 家（18 年同期 468 家），其中直营店净增 5 家，中高端净增 175 家（并表雅阁、都市酒店酒店影响）。

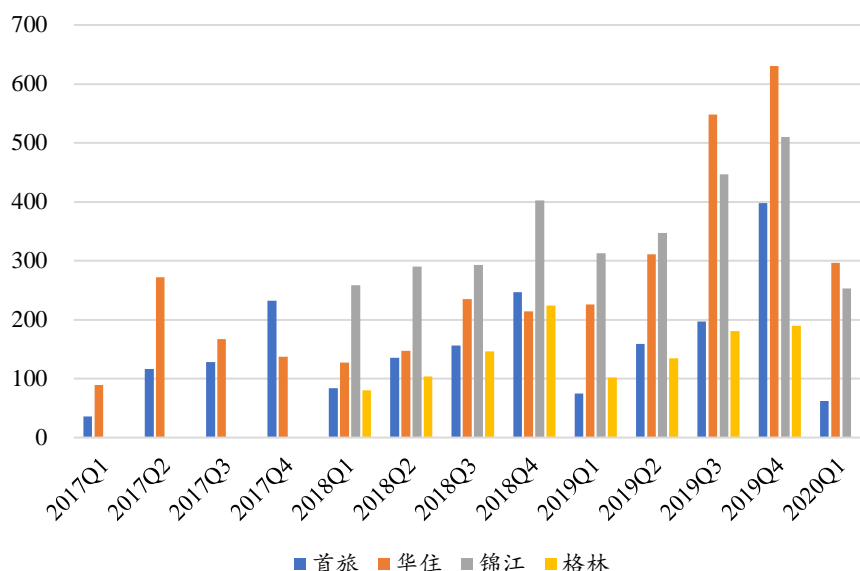
20Q1 公布新开店的三大酒店集团（华住、锦江、首旅）在防控影响下，锦江和首旅新开店和净开店均较去年同期有所放缓，但依然保持较快的增速，华住积极营销、加大加盟商支持力度（春耕计划），新开店较去年同期提速；签约店拓展情况来看，均有放缓，但均创下新高，未来开店奠定好的基础，也印证了弱势下头部品牌更具优势。

表 7、4 大酒店集团开店 19 年新开店均提速

首旅如家	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总店数	2,609	2,922	3,402	3,712	4,049	4,450
经济型			3,087	3,222	3,346	3,505
中高端			315	490	703	945
中高端占比			9.26%	13.20%	17.36%	21.24%
华住	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总店数	1,995	2,763	3,269	3,746	4,230	5,618
经济型	1,819	2,453	2,741	2,874	2,892	3,485
中高端	176	310	528	872	1,338	2,133
中高端占比	8.82%	11.22%	16.15%	23.28%	31.63%	37.97%
锦江酒店	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总店数	968	1,073	1,142	6,694	7,443	8,514
经济型				5,030	4,980	4,951
中高端				1,664	2,463	3,563
中高端占比				24.86%	33.09%	41.85%
格林	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
总店数				2,289	2,757	3,957
经济型				2,239	2,648	3,673
中高端				50	109	284
中高端占比				2.18%	3.95%	7.18%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

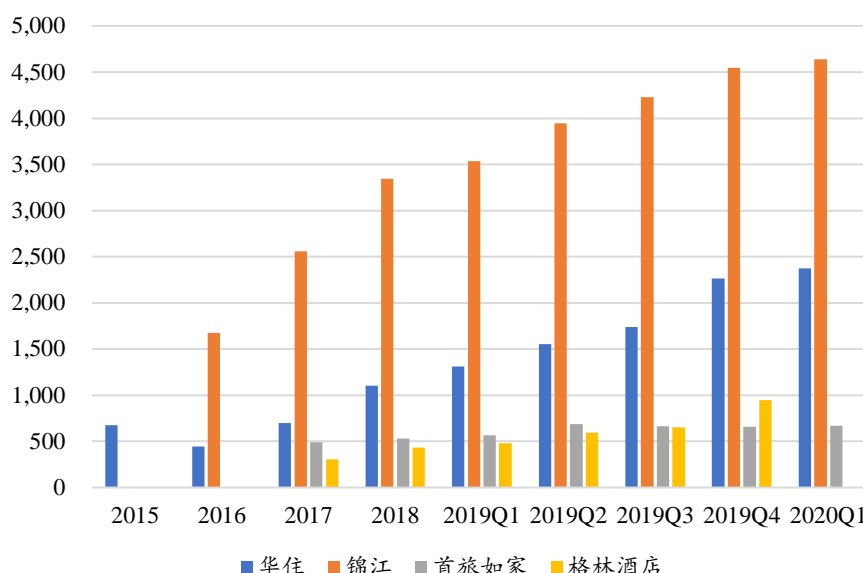
图 52、4 大酒店 19 年以来新开店提速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4 家公司签约店均创新高，头部品牌扩张优势显现，签约店以中高端为核心的管理输出为主。截止 20Q1 末，4 家酒店签约未开门店均创下新高，在当前行业下行背景下，头部品牌凭借品牌优势、会员体系以及良好的运营指标逆势扩张，锦江/华住/首旅如家/格林签约未开店分别为 4,640/2,375/672/949 家(格林数据价值 19Q4 末)，且签约未开门店以中高端加盟店为主。

图 53、开店提速下 4 大酒店签约门店屡创新高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.4、模式轻资产化：管理加盟和中高端占比提升变得越发重要

新的重要变量正在变化，管理加盟和中高端占比提升变得越发重要。从三家酒店收入结构来看，管理加盟和中高端收入占比快速提升，逐步取代了直营店成为业绩增长的核心驱动力。同时，从经济型和中高端门店收入周期来看，2-3 年达到黄金期，20-21 年将有以中高端为主门店达到单店收入的高峰期。同时，新开店和加盟店成为收入增长核心驱动力，这部分模式更轻，利润率更高。

表 8、直营店收入占比持续下降，中高端收入占比快速提升

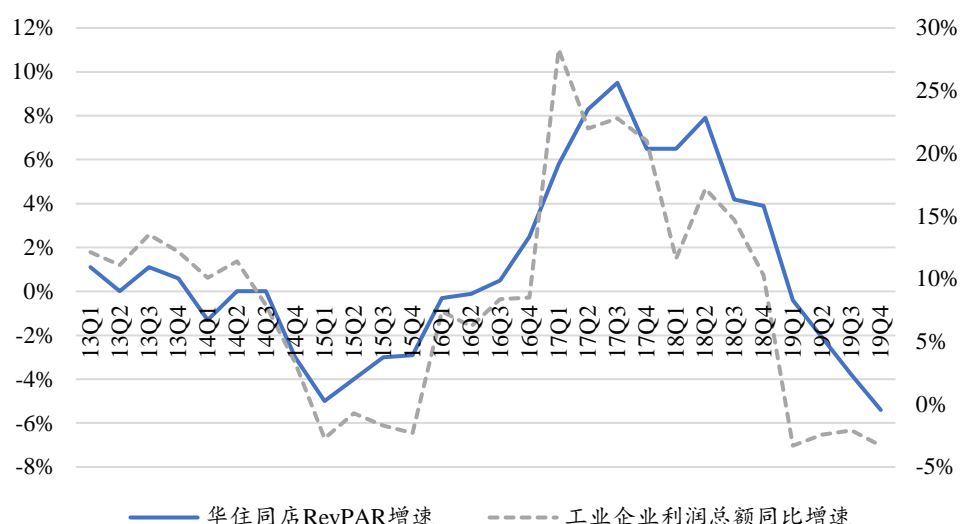
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
直营店收入占比	89.15%	86.81%	85.04%	80.54%	77.94%	77.64%	74.23%	70.19%
中高端收入占比					31%	41%	50%	57%
直营店收入占比						75.54%	64.02%	61.46%
直营店收入占比					84.42%	83.75%	82.27%	79.87%
中高端收入占比								40%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.5、趋势判断：核心受防控影响，旅游和会展需求预计将逐步改善

酒店行业从需求端来看，主要分为商旅和休闲旅游两部分，从历史数据来看，旅游需求相对平稳，商旅受宏观经济波动而出现变化。当前因防控影响，需求主要来自隔离房和商旅为主，旅游需求因行业管控受到影响，但从五一情况来看，较清明节明显好转，随着国内公共卫生形势得到有效控制，以及各地推出消费刺激政策，预计会逐步恢复，另外会务 5 月起逐步放开，后续恢复值得期待，主要因企业盈利下降，整体宏观经济压力较大。从历史数据来看，同店数据与制造业 PMI 和工业企业盈利情况高度相关。

图 54、华住同店 RevPAR 变动与工业企业利润总额增速高度相关



资料来源：公司公告，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.6、估值：估值处在历史底部区域，中长期具备安全边际，短期仍受防控变动影响

目前，A 股两家酒店估值处在历史底部区域，华住近期调整估值明显回落，从华住历史估值水平来看，此前，EV/EBITDA 估值水平与整体和同店 RevPAR 增速趋势一致，但 19 年后出现分歧，我们认为主要由于市场对华住模式认可及发展模式变化的估值重塑，同时，由于此前酒店行业内部结构变化不大，主要为单一的经济型品牌且直营店收入占比高，RevPAR 波动业绩弹性大，导致估值波动与其一直，但随着内部结构的变化（加盟店收入占比提升，中高端产品收入占比提升），RevPAR 波动业绩弹性在衰减，同时，新开店成长属性愈加重要，而市场估值方法并未发生变化，存在低估。

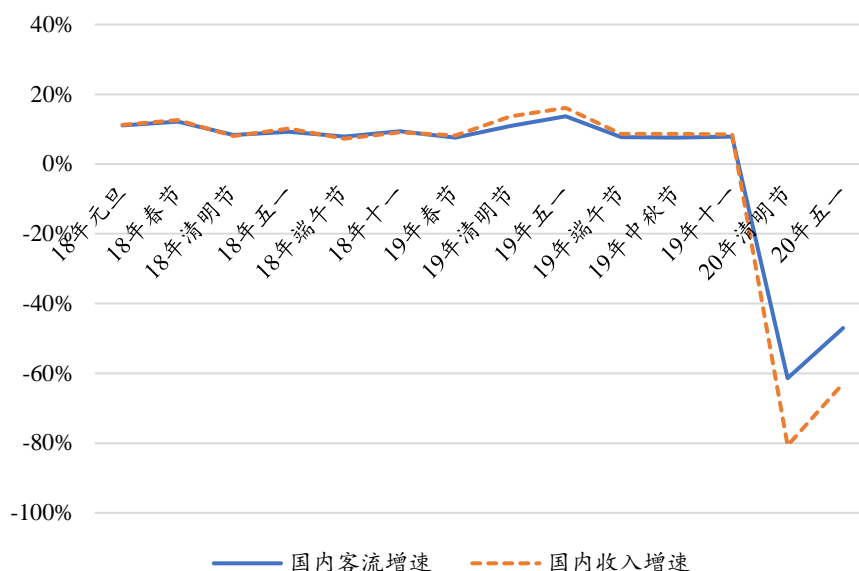
4.2 景区：短期防控影响大，周边游有望率先复苏

景区信息化建设和线上预约模式普及有望快速提升。防控影响下，国家文旅部已明确将以门票预约功能等景区信息化为先导，线下旅行社、酒店等旅游企业的本地化生活和异地生活融合的电商以及社群营销逐渐成为主流，景区仅仅依赖传统资源禀赋优势来吸引客流模式变得越来越差，景区信息化建设和线上预约不仅是监管方面的要求，更重要是产品服务品质提升、精准化营销及区域协调融合提升竞争力重要手段。

2019 年受宏观经济下行及部分景区和时间段接待瓶颈影响，全年国内旅游人数为 60.06 亿人次，同比增长 8.4%，全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。均创下多年来新低，自然景区逐步进入低增长接待，后续发展依托目的地产品打造能力抬升游客逗留时间和客单价。

2020 年因防控影响，景区在 1 月下旬纷纷关闭，2 月下旬以来逐步恢复运营，但受到跨省组团和限流影响，客流仍处在低位水平，但随着国内形势得到有效控制，下半年有望迎来快速恢复，预计周边游将率先恢复、其次是国内长线游，最后是出境游，重点关注优质周边游标的的天目湖、中青旅和黄山旅游等。

图 55、今年受防控影响行业下滑显著，五一较清明下滑幅度收窄



资料来源：国家文化和旅游部，兴业证券经济与金融研究院整理

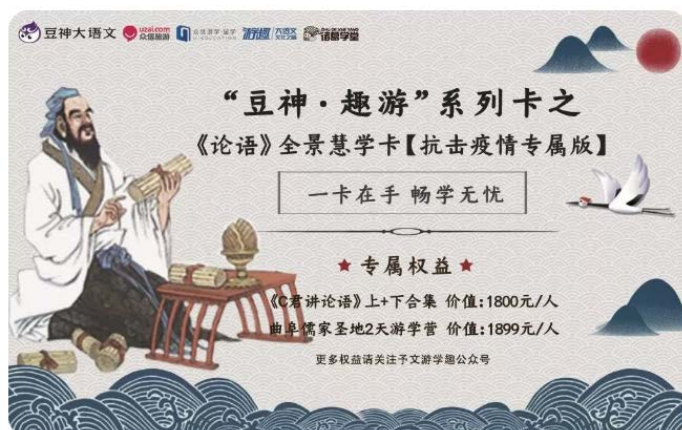
4.3 出境游：行业重启仍需时日，线上跨业态合作寻求多元化发展

防控对出境游行业影响巨大，因为出境旅游需要国内出发地与国际目的地均得到有效控制，但目前国际防控形势依然严峻，因此预计出境游行业重启业务仍需时日。根据我们此前的分析，黑天鹅事件直接影响出境游客人身安全状况，因此会在短期对该地的旅游市场产生较大的打击，例如 12 年中菲黄岩岛对峙事件、12-13 年中日钓鱼岛事件、15-16 年的欧洲多地区恐怖袭击事件、17 年韩国萨德事件、18 年泰国普吉岛沉船事件等。黑天鹅事件短期影响力度较大，但是持续时间有限，之后该地旅游市场往往会在低基数上实现恢复式增长。

防控期间多家出境游旅行社尝试线上跨业态合作。防控使得出境游业务完全停滞，开拓新的营收增长点成为各家旅游社的当务之急。2 月中旬，众信旅游旗下的众信游学留学与立思辰旗下的豆神大语文联合推出线上《论语》课堂，将旅游行业与在线教育连接融合；3 月上旬，众信旗下高端品牌奇迹旅行联合奇迹健康众信游学、众信留学发起大型公益直播系列节目“博物派”，免费开设为期 30 天的线上直播课，为高净值客户提供高品质的服务；同样是 3 月上旬，凯撒旅业旗下的凯撒研学携手北京市研学旅行专业委员会，推出《全球研学人直播讲坛》在线直播系列课程。综合来看，防控期间众信和凯撒积极尝试线上跨业态合作，但这些合作给公司贡献的直接收入有限，更多地是延续公司品牌在防控期间的热度，为

出境游行业后续的复苏做好准备。

图 56、众信联合立思辰推出线上《论语》课堂项目



数据来源：众信旅游公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、凯撒联合北京研旅委《全球研学人直播讲坛》在线直播系列课程



数据来源：凯撒旅业公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

短期来看，随着国内游的逐步恢复以及后续跨省组团限制的取消，大部分出境游旅行社将大力加码国内游业务。不过考虑到国内组团游市场早已竞争激烈，出境游旅行社涉足国内游业务难以为其带来大额利润，只能在一定程度上减亏与稳定导游队伍。**中长期来看**，我国居民出境游渗透率还很低，出境游依然是朝阳行业，居民收入增长和消费升级乃大势所趋，推动出境游行业长期向好发展，且龙头旅行社开始尝试向产业链上游资源端进行布局，将手中的团客流量通过资源端进行变现，从而提高利润率与风险抵御能力。

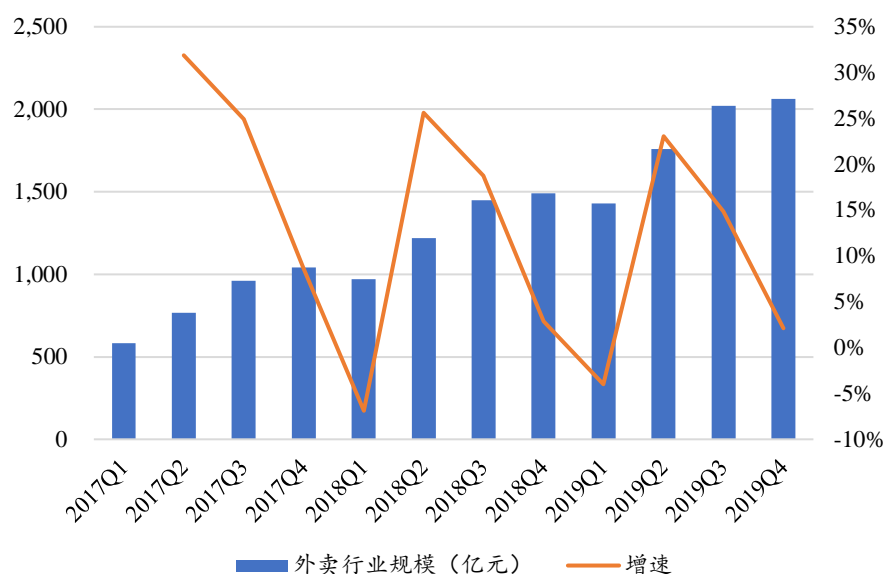
推荐关注**凯撒旅业**：无论从服务品质、品牌价值还是经营数据上来看，凯撒都是国内首屈一指的出境游旅行社老牌巨头。展望未来，凯撒系重获控股权后公司迎来估值修复，收购康泰旅行社完善出境游业务布局，与国资背景的建投华文合作拓展资金来源，与中出服深度绑定持续拓展免税业务；长期来看，我国出境游行业及出境游旅行社发展空间依然较大，凯撒作为行业龙头，通过差异化产品和会员体系打造核心竞争力，此外还将受益于明年东京奥运会。

4.4 餐饮：疫前稳健增长，连锁化品牌抗风险能力强，纷纷发力线上

因防控影响后续餐饮行业发展预计会更加重视线上业务。美国数据显示，2019 年有 399 万骑手从美团获得收入，自 2020 年 1 月 20 日至 3 月 29 日，美团平台新注册且已有收入的新增骑手达 45.7 万人，线上配送业务依旧保持强劲增长；根据艾媒咨询数据显示，91.6%的餐饮企业通过发力外卖产品缓解现金流压力，饿了么数据显示，截至 2 月 18 日，已有近 10 万家门店新上线外卖功能；另外，可以看到

原来很多不做外卖的企业开始了外卖，其中不乏很多五星级的酒店及一些品牌餐饮门店。

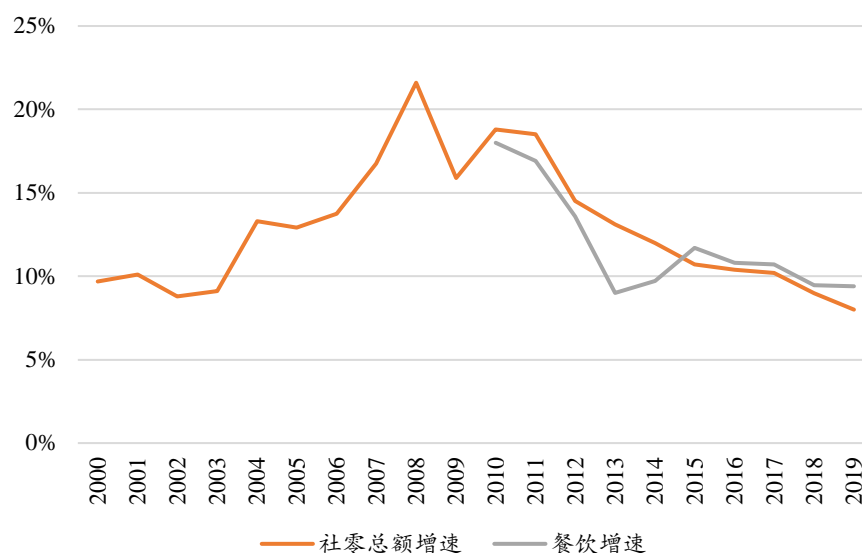
图 58、餐饮外卖行业持续保持快速增长



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年，中国社会消费品零售总额 411,649 亿元，同比增长 8.0%（名义增速），创下 2000 年以来新低，餐饮收入 46,721 亿元，同比增长 9.4%，持续高于社零增速，保持相对较高增速水平；随着餐饮行业资本进入、媒介传播渗透缩短品牌孵化成熟周期及行业供应链、运营管理方面不断进步，诞生一大批头部连锁餐饮品牌，行业连锁化率提速有所加速，尤其是在相对容易标准化的茶饮、快餐和火锅等方向。

图 59、餐饮行业增速领跑社零增速

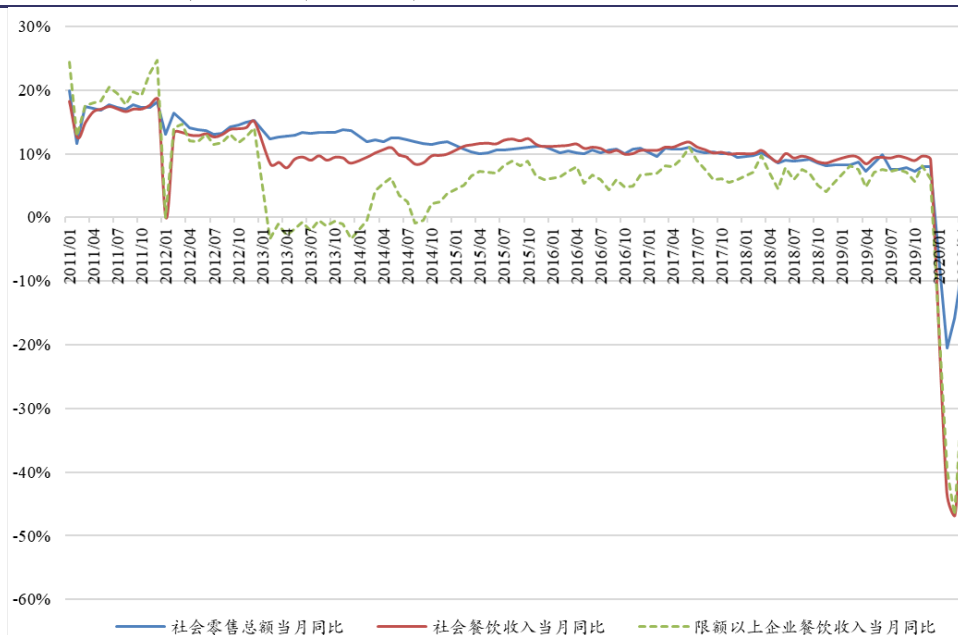


资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2020 年受防控影响，一季度全国餐饮收入 6,026 亿元，同比下跌 44.3%，限额以上单位餐饮收入 1,278 亿元，同比下跌 41.9%，行业受损严重，部分中小餐饮公司因现金流出现倒闭现象，近期国务院联防联控机制意见落地后，餐饮已基本全部放开，美团报告指出截止目前，餐饮商户复工率已恢复至正常水平的 90.7%，消费复苏率恢复至 80% 以上，随着形势有效控制，强限制措施逐步接触，各行业呈现出良好复苏趋势，环比改善已经非常明显，后续需观察同比恢复情况及防控形势的变化；在防控影响下，连锁餐饮公司凭借此前现金储备、融资优势和门店安全卫生保障，抗风险能力更强，恢复情况更好，限额以上企业餐饮收入下滑幅度收窄明显高于整体水平。

图 60、4 月社零餐饮分部跌幅收窄



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5 珠宝行业线上销售占比较低，未来有望借助轻奢快速增长

4.5.1 受制于贵重&非标天然属性，珠宝行业线上销售占比较低

线上渠道：珠宝行业积极触网，但线上占比仅达 10%。近年来，许多珠宝品牌均开始布局电商渠道，以扩大品牌覆盖面积。但与其他商品不同，根据草根调研，珠宝产品线上销售仅占比 10%。我们采用天猫销售额数据粗略测算，2019 年金银珠宝类零售额为 2605.8 亿元，而珠宝公司 2019 年天猫销售额仅为 138.47 亿元，占比仅为 5.31%，珠宝行业线上占比较低。

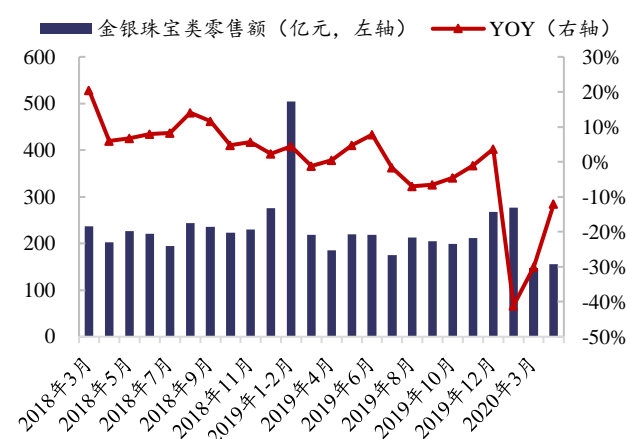
贵重、非标天然属性导致珠宝线上渠道难以快速拓展。与化妆品行业线上营收占比达 29% 相比，我国珠宝行业线上占比仅 10%。我们认为珠宝线上发展不及化妆品主要源于：1) 化妆品是标准品，而珠宝更注重个性化；2) 化妆品使用周期短，

且护肤品的用户粘性较强，复购率较高，而珠宝由于其产品单价较高，复购率低。对于消费者而言，珠宝贵重、非标的天然属性使得线上购买容易产生如下问题：1) 产品真假和品质难辨；2) 售后质量难以保证；3) 缺乏实际佩戴体验等。相对于化妆品而言珠宝行业更难推进线上渠道发展。

珠宝特性使得电商主要起商品展示和导流作用。“金珠宝”的调查数据显示，超过75%的人不愿意在线上购买珠宝，仅有20%的“95后”受访者表示会在线上渠道购买珠宝。世界黄金协会的调查显示，超过30%的消费者在线下购买珠宝首饰前会在网店浏览商品款式进行预筛选，使得实际购买更有目标性。电商平台主要起到导流客源的作用。

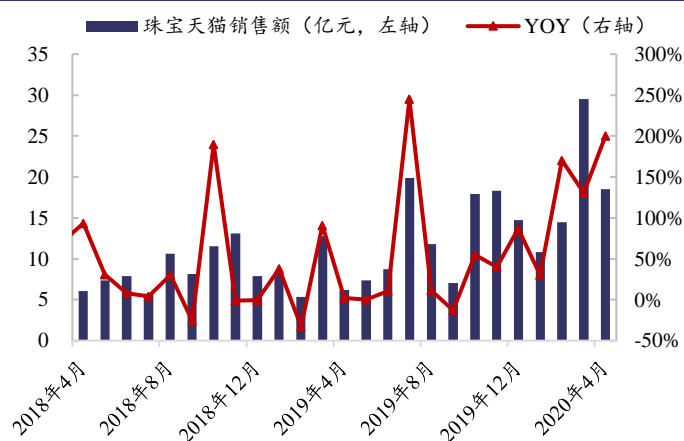
珠宝行业存在电商渠道和线下渠道难以同步快速发展的矛盾点。珠宝的天然特征使得珠宝倾向于线下消费，线上多以展示和导流为主。以自营为主的珠宝品牌更容易通过电商渠道建立起与消费者的联系并顺利导流至线下自营店，故其电商渠道发展较为完备，但以自营为主也限制了公司快速扩张的步伐。对于以加盟为主的品牌商而言，其规模扩张更快，但公司对加盟商控制力度较低使得加盟商与公司的核心利益点不一致，推新节奏难以与公司保持同步，发展电商渠道的效益不达公司预期。

图 61、金银珠宝类社零情况

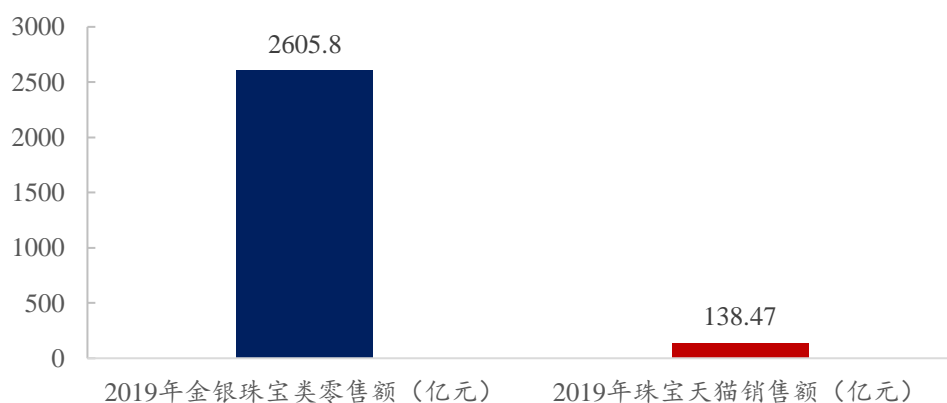


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、珠宝公司天猫销售额情况



数据来源：淘数据、兴业证券经济与金融研究院整理

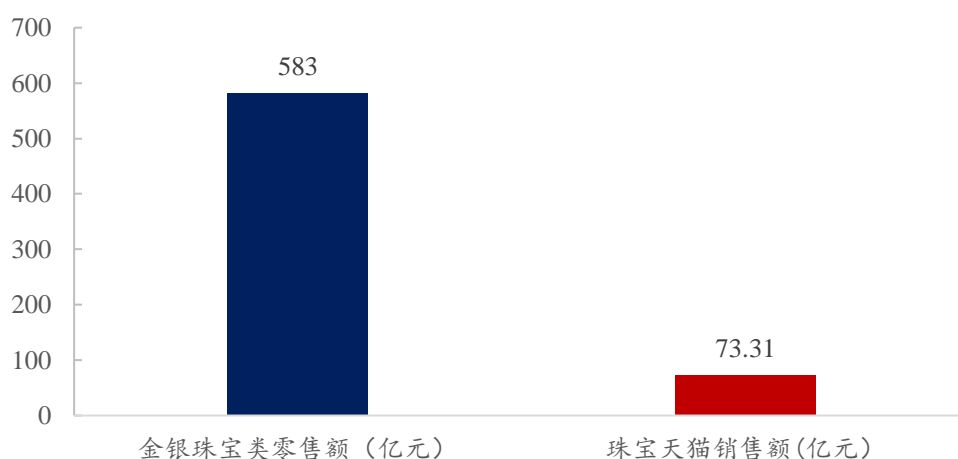
图 63、2019 年金银珠宝类零售额中天猫销售额占比达 5.31%

资料来源：Wind，淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5.2 轻奢系列带来线上新思路，短期事件进一步推动珠宝向线上发展

以线下渠道为主战场的珠宝行业受短期事件影响较大。一方面节庆消费是珠宝非常明显的特征，一季度中包含情人节、春节两个节日，3月至5月为结婚旺季；另一方面受短期事件影响，前期线下门店处于停滞或半停滞状态，后续短期事件基本得到控制，线下门店恢复营业，而线下流量恢复速度较慢。以线下渠道为主的珠宝公司在短期事件期间销售受到较大影响，2020年1-2月金银珠宝类零售额同比下降41.10%。

珠宝公司短期事件期间由线下转入线上，线上增长较快。受短期事件影响，线下门店基本无法营业，珠宝公司纷纷由线下转向线上，一方面借助社群营销和私域流量帮助加盟商发展线上，另一方面借助电商直播带动线上销售。珠宝公司2020年2月、3月、4月天猫销售额同比增速分别达170.02%、130.53%、200.13%，短期事件期间线上保持高速增长，2020年1-4月珠宝天猫销售额为73.31亿元，在金银珠宝类零售额中占比达12.57%。

图 64、2020 年 1-4 月金银珠宝类零售额中天猫销售额占比达 12.57%

资料来源：Wind，淘数据，兴业证券经济与金融研究院整理

参考周大生：电商直播&轻奢系列为珠宝线上销售和品牌力提升带来新的机会。

2019 年底薇娅直播间和周大生合作，小蛮腰钻石项链 10 秒钟爆卖 18000 件。小蛮腰吊坠简单时尚，具有搭配普适性，深受消费者喜欢。电商直播带动公司产品销售的同时，更为品牌打造热点，提升消费者认知度和品牌力。周大生为线上渠道打造轻奢系列产品，叠加电商直播实现线上高速增长，一季度线上实现营收 1.92 亿，同比增速 104.32%。珠宝公司推出线上专属轻奢系列，有望解决行业由于珠宝贵重、非标天然属性导致的线上发展痛点，为珠宝公司开拓线上渠道提供新思路。

4.5.3 轻奢系列&电商直播未来有望带动珠宝线上销售

我们认为要加强珠宝公司线上线下同步发展，主要有两种方式：

1) 通过建立公司数字化系统，加强对加盟商的控制力，实现线上导流高效化。考虑到老凤祥历史悠久，且与加盟商拥有深度利益绑定关系，公司对加盟商控制力更强，我们认为公司未来可以借其优势，在通过加盟实现公司快速发展的同时强化线上渠道，实现线上线下互联发展。

2) 推出线上专属轻奢系列，实现销售的同时强化品牌力。轻奢产品以时尚感、设计感较强的镶嵌类珠宝为主，奢侈品属性降低使得其与线上渠道更为契合。参考周大生做法，公司与头部 KOL 合作，根据其粉丝画像设计出直播间定制化轻奢产品，高度契合用户需求，同时通过直播方式实现佩戴效果的多维展示，有利于同时提升线上销售及年轻人对品牌的认可度。品牌力的提升又进一步带动线下销售。这为珠宝行业线上发展提供了一个新的思路。

重点推荐老凤祥、周大生：看好老凤祥，未来有望进一步提升镶嵌类珠宝占比，实现净利率提升，以及加速向三四线城市扩张，行业增速放缓&短期事件进一步推动集中度提升，为公司拓展门店数打开空间，二者共同提升公司 ROE 水平；看好周大生，通过轻奢系列持续拓展线上渠道，实现线上快速增长，以及持续向三四线拓张门店，进一步提升市占率。

5、推荐标的及盈利预测

表 9、兴证社服团队重点推荐标的及其盈利预测一览表（截止 2020 年 05 月 22 日收盘）

代码	公司	市值（亿元）	EPS（元/股）				PE				PB
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
1、线上需求短期替代线下但加速线上渠道渗透率提升投资主线：											
601888.SH	中国国旅	1,682	2.37	1.62	3.04	3.58	43	62	33	28	8.5
300144.SZ	宋城演艺	450	0.92	0.76	1.18	1.45	20	24	15	13	4.7
603605.SH	珀莱雅	302	1.95	2.36	3.01	3.77	82	68	53	42	15.2
300132.SZ	青松股份	88	0.88	0.98	1.11	1.26	21	19	16	14	2.8
603983.SH	丸美股份	324	1.28	1.46	1.74	2.02	68	59	50	43	11.6
600315.SH	上海家化	253	0.83	0.68	0.76	0.99	46	57	51	39	4.0
300662.SZ	科锐国际	79	0.84	1.08	1.31	1.51	53	41	34	30	8.9
2、线上需求长期替代线下投资主线：											
002607.SZ	中公教育	1,655	0.29	0.4	0.55	0.72	101	74	53	41	276
300010.SZ	立思辰	138	0.04	0.11	0.3	0.45	446	162	59	40	4.3
3、受损严重但防控结束会反弹投资主线：											
603043.SH	广州酒家	126	0.95	1.06	1.41	1.6	36	32	24	21	5.7
600754.SH	锦江酒店	266	1.14	0.7	1.65	1.9	24	39	17	14	2.0
600258.SH	首旅酒店	152	0.9	0.28	1.04	1.18	18	59	16	14	1.8
000796.SZ	凯撒旅业	73	0.16	0.01	0.32	0.52	69	1111	35	21	3.1
603136.SH	天目湖	26	1.07	0.56	1.41	1.68	21	41	16	14	3.0
002867.SZ	周大生	145	1.36	1.45	1.7	1.91	15	14	12	11	3.0
600612.SH	老凤祥	228	2.69	2.75	3.33	4.11	17	17	14	11	3.1

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：灾害性天气，宏观经济大幅震荡，地方性旅游负面事件，商誉减值风险等

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

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12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股市场以上证综指或深证成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn