

社会服务

2021年1月投资策略

超配

(维持评级)

2021年01月13日

一年该行业与沪深300走势比较



行业投资策略

疫情或影响短期复苏节奏 关注业绩确定性机会

相关研究报告:

《社会服务行业 12 月投资策略: 海南逐渐进入旺季, 坚守细分赛道优质龙头》——2020-12-18
 《社会服务 2021 年投资策略: 三条主线: 复苏次序, 龙头集中, 消费变迁》——2020-11-23
 《海外教育快评: 基本面向上+情绪面企稳, 板块投资机遇显现》——2020-11-09
 《社会服务行业 11 月策略暨三季报总结: 强者恒强格局未变, 机构持仓强化》——2020-11-06
 《10 月投资策略暨三季报前瞻: 十一黄金周表现符合预期, 继续优选龙头布局明年》——2020-10-12

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

1月观点: 疫情或影响短期复苏节奏 关注业绩确定性机会

维持板块“超配”评级。短期海外疫情加剧, 国内疫情散发但控制良好, 行业复苏态势不变, 仅季度性表现难免波动, 各子赛道分化。2020Q4以来, 免税、招录、餐饮等板块预计延续强劲表现, 酒店、演艺、景区、出境游则相对承压。市场继续关注龙头阿尔法同时, 短期预计对 2020 年报表现和 2021Q1 经营确定性更为重视。短期, 结合 2020 年三季报表现, 就 Q4 及 Q1 业绩季度业绩展望角度, 1月重点推荐中国中免、中公教育、广州酒家、首旅酒店及港股餐饮龙头等; 展望 2021 年, 我们继续建议沿袭三条主线配置: 复苏次序、龙头集中、消费变迁三条主线, 继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店、海底捞、百胜中国-S、宋城演艺等龙头品种。

12月旅游板块上涨25%, 中国中免领涨46%

12月, 休闲服务板块指数上涨25%, 跑赢沪深300指数20pct, 主要来自核心权重股中国中免(+46%)驱动, 同时锦江酒店(+6%)表现次之。而大连圣亚(-56%)、大东海A(-25%)、众信旅游(-23%)相对承压。

海南离岛免税进入新格局, 2020年海南免税店销售额320亿+

免税: 海南离岛免税进入适度竞争新格局, 2020年12月底三亚新开三家免税店, 此外海口3家新店预计有望于春节前开业; 2020年海南免税店销售额(含含税)超320亿/+128%, 其中下半年231亿元+, 同增约221%, 12月免税销售额日均超1.3亿/+150%+; 海南有望推出离岛免税品邮寄离岛政策, 岛内居民免税正面清单有望推出。

酒店&演艺: 短期关注疫情扰动, 中线龙头仍加速扩张成长

酒店: 短期受国内疫情散发, STR数据11-12月中国酒店出租率承压; 中线龙头加速集中逻辑不变, 锦江预计2023年中国区酒店达到1.5万家+, 华住希望2022年实现万店计划, 首旅提出“三年万店”计划。演艺: 元旦千古情演出44场; 公司预计2021年将在存量丽江、西安、三亚等地推出新秀——爱在系列, 同时预计上海项目21年春季开业, 佛山项目21H2或22年初开业, 西塘项目22年开业, 珠海项目2023年开业。

周边游及海南等恢复较快, 餐饮稳步复苏, 出境游、博彩承压

出境游: 11月澳门客流下滑71%, 其他出境游目的地下滑95%+。国内游: 持续恢复, 海南等热门目的地恢复较好。餐饮: 11月餐饮收入微降0.6%, 逐步恢复。博彩: 12月澳门博彩赌收同减66%, 环比持续改善。

风险提示: 自然灾害、疫情等系统风险; 政策风险; 收购低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601888	中国中免	买入	319.10	623,035	3.14	4.86	101.69	65.64
002607	中公教育	买入	35.28	217,586	0.39	0.55	89.79	63.82
600754	锦江酒店	买入	48.00	40,490	0.32	1.26	149.78	37.96
1179.HK	华住集团-S	增持	312.19	99,104	-2.64	6.50	-	48.07
600258	首旅酒店	买入	20.92	20,663	-0.44	0.91	-	22.93

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

疫情或影响短期复苏节奏 关注业绩确定性机会

表 1: 2020 年 1 月投资策略: 疫情或影响短期复苏节奏 关注业绩确定性机会

<p>重点关注板块投资看点</p>	<p>免税: 海南离岛免税进入适度竞争新格局, 2020 年 12 月底三亚新开三家免税店, 此外海口 3 家新店预计有望于春节前开业; 2020 年海南免税店销售额(含含税)超 320 亿/+128%, 其中下半年 231 亿元+, 同增约 221%, 12 月免税销售额日均超 1.3 亿/+150%+; 海南有望推出离岛免税品邮寄离岛政策, 岛内居民免税正面清单有望推出。</p> <p>酒店: 短期受国内局部疫情散发影响, STR 数据显示 11-12 月中国酒店出租率有所承压; 中线龙头加速集中逻辑不变, 锦江预计 2023 年中国区开业酒店达到 15000 家+, 华住希望 2022 年实现万店计划, 首旅提出“三年万店”计划。</p> <p>演艺: 元旦千古情演出 44 场, 杭州跨年活动聚上百万游客; 公司预计 2021 年将在存量丽江、西安、三亚等地推出新秀——爱在系列, 同时预计上海项目 21 年春季开业, 佛山项目 21 年下半年或 22 年初开业, 西塘项目 22 年开业, 珠海项目 2023 年开业。</p> <p>其他: 出境游: 11 月澳门游政策放松后有所恢复(同比下滑 71%), 其他出境游各目的地(港/日/韩/泰等)游客均同比下滑约 98-100%, 国外疫情二次爆发预计拖累出境游复苏, 后续需跟踪疫情及疫苗进展。国内游: 环比持续恢复, 但不同目的地有所分化, 海南等热门目的地及周边游恢复较好。餐饮: 11 月餐饮收入同比下滑 0.6%, 预计未来将继续恢复。博彩: 12 月澳门博彩赌收同比下降 66%, 环比持续改善。</p>
<p>风险因素</p>	<p>宏观经济系统性风险、汇率风险, 重大自然灾害及大规模传染疫情等。</p> <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性, 商誉风险等国家出台相关政策不及预期; 国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p>
<p>投资策略</p>	<p>维持板块“超配”评级。短期海外疫情加剧, 国内疫情散发但控制良好, 行业复苏态势不变, 仅季度性表现难免波动, 各子赛道分化。2020Q4 以来, 免税、招录、餐饮等板块预计延续强劲表现, 酒店、演艺、景区、出境游则相对承压。市场继续关注龙头阿尔法同时, 短期预计对 2020 年报表现和 2021Q1 经营确定性更为重视。短期, 结合 2020 年三季报表现, 就 Q4 及 Q1 业绩季度业绩展望角度, 1 月重点推荐中国中免、中公教育、广州酒家、首旅酒店及港股餐饮龙头等; 展望 2021 年, 我们继续建议沿袭三条主线配置: 复苏次序、龙头集中、消费变迁三条主线, 继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店、海底捞、百胜中国-S、宋城演艺等龙头品种。</p>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

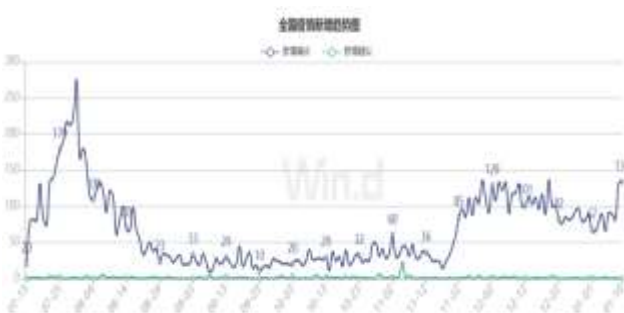
板块复盘: 国内秋冬疫情略有反复, 免税领涨板块

疫情跟踪: 国内局部疫情散发但整体可控, 海外疫情持续爆发

国内秋冬季节疫情略有反复, 但整体形势依旧可控。受秋冬季度扰动疫情略有反复, 截至 1 月 11 日 8 时, 全国各省本土确诊病例情况为河北 (267 例)、辽宁 (62 例)、北京 (22 例) 以及黑龙江 (9 例), 目前全国共计有中风险地区 68 个, 高风险地区 1 个 (新增河北石家庄藁城区)。但在我国疫情防控迅速开展且疫苗已经上市情况下, 未来整体情况预计可控。

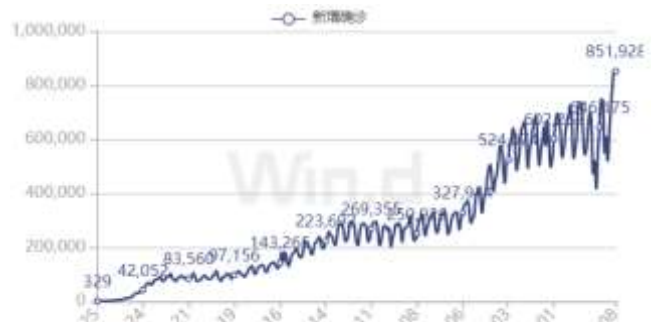
英国出现突变毒株, 海外新增病例仍处高位。全球疫情仍在持续爆发, 12 月每日新增确诊基本维持 60-75 万例。

图 1: 全国疫情新增趋势图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 国外疫情新增趋势图



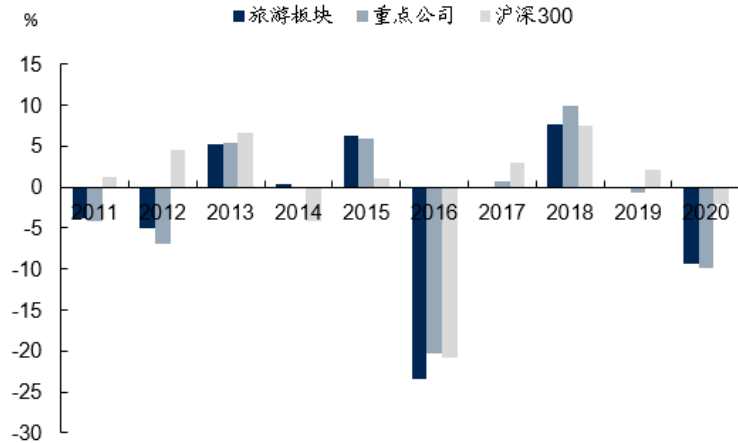
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

纵观海内外疫情发展情况, 在出境游受阻环境下, 居民消费回流趋势将继续推动海南离岛免税将持续高增长; 其他前期受疫情影响较大的酒店、餐饮、演艺、景区也在持续复苏中, 短期预计受秋冬疫情散发影响略有扰动。此外, 海外疫情仍较为严峻, 包括出境游、出入境免税等子板块恢复节奏仍待持续观察。

12月休闲服务板块跑赢大盘 19.9pct，中国中免领涨

历史上旅游板块1月表现相对弱于大盘。我们统计了2010年至2019年十年间，旅游板块相对于沪深300指数1月份单月涨跌幅情况，结果显示历史上旅游板块在1月份表现倾向弱于大盘（2013、2014、2017年3次跑赢，7次跑输）。今年受疫情影响，整体风格跟往年有所不同，考虑到1月含元旦假期，是旅游行业的传统旺季，细分领域有望存在机会，我们建议投资者从市场风格、细分领域热度及布局明年角度择机逢低配置优质股票，把握个股行情。

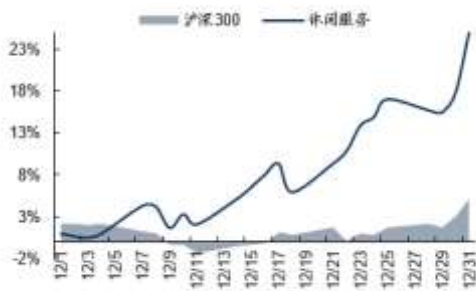
图3：历史上旅游板块1月表现相对弱于大盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

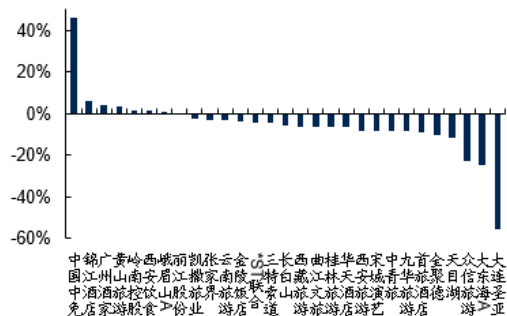
12月，休闲服务板块指数整体上涨24.98%，同期沪深300指数涨5.06%，板块整体跑赢沪深300指数19.92pct，主要系板块权重个股中国中免大幅上涨。具体看个股表现，涨幅前五分别是**中国中免**（+46.02%，海南离岸免税持续高增长+行业新进者商品品类、供应链、销售人员尚不完备）、**锦江酒店**（+6.18%，行业复苏+后疫情时代集中度提升）、**广州酒家**（+4.11%，引进战略投资者+经营权理顺）、**黄山旅游**（+3.34%）、**岭南控股**（+1.67%）；涨幅后三名分别为**大连圣亚**（-55.53%）、**大东海A**（-24.96%）、**众信旅游**（-22.69%）。

图4：12月休闲服务指数跑赢沪深300指数19.92pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：休闲服务为申万休闲服务指数

图5：2020年12月个股涨跌幅排名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

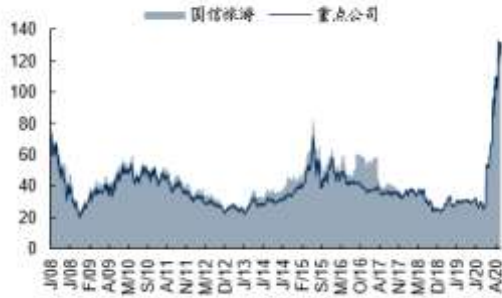
12月旅游板块整体和重点公司估值创下历史新高

2008年1月2日至2020年12月31日，国信**旅游板块** TTM 市盈率均值为45.20倍，波动区间为【21.12，136.28】。**旅游重点公司** TTM 市盈率均值为40.52倍，波动区间为【19.88，138.18】。2020年12月31日，**旅游板块整体** TTM 市盈率为**136.28**倍，高于上月末（101.45倍），且仍明显超过历史平均水平，

主要是因为龙头估值较高及疫情下旅游板块上市公司业绩承压；旅游重点公司市盈率为 138.18 倍，同样高于上月末（102.43 倍）。

2008 年 1 月 2 日至 2020 年 12 月 31 日，旅游板块相对估值（沪深 300，TTM 市盈率）均值为 3.13 倍，波动区间为【1.10, 9.35】。重点公司相对估值均值为 2.81 倍，波动区间为【1.11, 9.46】。2020 年 12 月 31 日，旅游板块相对估值为 8.69 倍，高于上月同期（6.88 倍），高于历史平均水平；旅游重点公司相对估值为 8.81 倍，高于上月同期（6.95 倍），但仍高于历史平均水平。

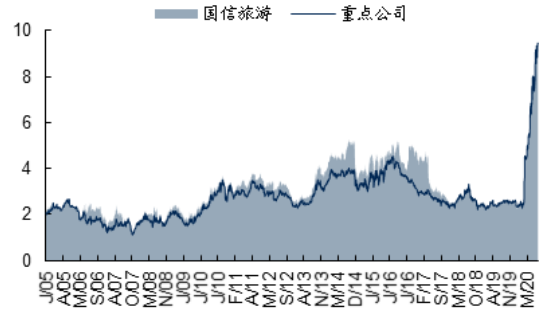
图 6：旅游板块 TTM 市盈率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：重点公司含中免、锦江、首旅、中青旅、黄山旅游、宋城演艺、众信旅游、三特索道、丽江旅游、桂林旅游、凯撒旅业、广州酒家、天目湖等

图 7：旅游板块相对估值（TTM 市盈率）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注释：相对市盈率采用 TTM 市盈率，整体法，对比基准为沪深 300

行业跟踪：12-1 月子行业资讯及数据一览

短期国内出现零星散发和局部聚集性疫情，但总体来看全国范围内仍相对可控。
免税：海南离岛免税进入适度竞争新格局，12月底三亚新开三家免税店（中免机场店及中服、海旅投市内店），而海口3家新店（中免、深免、海发控）预计有望于春节前开业；政策利好+海外消费回流下，2020年海南免税店销售额（含有税）超320亿，同比增长约128%，其中下半年231亿元+，同增约221%，12月免税销售额日均超1.3亿，同增150%+；海南有望推出离岛免税品邮寄离岛政策，岛内居民免税正面清单有望推出。
酒店：短期受国内局部疫情散发影响，STR数据显示11-12月中国酒店出租率有所承压；中线龙头加速集中逻辑不变，锦江预计2023年中国区开业酒店达到15000家+，华住希望2022年实现万店计划，首旅提出“三年万店”计划。
演艺：元旦千古情演出44场，杭州跨年活动聚上百万游客；公司预计2021年将在存量丽江、西安、三亚等地推出新秀——爱在系列，同时预计上海项目21年春季开业，佛山项目21年下半年或22年初开业，西塘项目22年开业，珠海项目2023年开业。
出境游：11月澳门游政策放松后环比有所恢复（同比下滑71%），其他出境游各目的地（港/日/韩/泰等）游客仍同比下滑约98-100%，国外疫情二次爆发预计拖累出境游复苏，后续需跟踪疫情及疫苗进展。
国内游：环比持续恢复，但不同目的地有所分化，海南等热门目的地及周边游恢复较好。
餐饮：11月餐饮收入同比下滑0.6%，预计未来将继续恢复。
博彩：12月澳门博彩赌收同比下降66%，环比持续改善。

免税：海南离岛免税进入新格局，2020年海南免税店销售额320亿+ 海南离岛免税进入适度竞争新格局，12月30日三亚新免税店开业

三亚3家新离岛免税店12月30日开业，海口3家新店预计也有望近期开业。参考搜狐等媒体报道，据海南“十三五”建设发展辉煌成就首场主题新闻发布会介绍，国家四部委近日批准海南省新开设6家离岛免税店，目前海南已有5家市场主体、10家免税店。6家新店中，位于三亚的3家已在12月30日开业，分别是海旅免税城、中服三亚国际免税购物公园和三亚凤凰机场免税店；位于海口的3家也计划在近期开业（预计有望2021年春节前），分别是日月广场的海控全球精品（海口）免税城、观澜湖新城的深免海口观澜湖免税购物城和海口美兰机场二期免税店。

图 8: 海南目前存量离岛免税门店及即将开业的免税门店分



资料来源：百度地图、三亚发布，21世纪经济报道，海口日报、腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

图 9: 位于三亚城区鸿洲广场的中服免税店



资料来源：21世纪经济报道，国信证券经济研究所整理

具体来看，三亚方面，中服免税项目位于三亚城区鸿洲广场，系大东海核心商圈，经营面积预计3.3万平方米，其中12月30日开业的一期经营面积1万平方米+，依托其此前北京、上海等市内免税店等布局积累，公司也与部分国际品牌商

形成了一定的合作关系，我们预计其主要自采为主；海旅投三亚免税店项目位于迎宾路商圈的居然之家三亚生活广场，优势在于市区，距离机场、火车站分别仅 5、15 公里，交通便捷，且毗邻宋城三亚千古情景区，客源相对有良好支撑。此外，中免三亚机场免税店也于 12 月 30 日正式开业，目前开业面积 800 平方米，主要包括香化和手表等品类，未来有望扩容至 6800 平方米。海口方面，深免免税店位于海口观澜湖度假村，经营面积近 10 万 m²，虽然距离市区有一定距离，但参考 21 世纪等媒体报道，该地集娱乐、购物、休闲、餐饮及文化于一体，拥有丽思卡尔顿等高端酒店群、会议中心、保龄球馆等内容，毗邻全球最大的公众高尔夫球场及观澜湖华谊冯小刚电影公社；海发控的免税店项目位于日月广场水瓶座，经营面积约为 3.9 万 m²，临近中免的日月广场免税店。

此外，从采购层面来看，参考 21 世纪经济报道及腾讯新闻等媒体报道，海旅投的三亚免税店是和拉格代尔与 DFS 合作，海发控日月广场店则是跟 Dufry 合作，深免观澜湖免税店与 DFS 合作（需说明上述媒体报道仅供参考），目前看可能多数间接采购为主，当然上述龙头未来实际采购是否有多元化方案仍有待进一步跟踪。

图 10: 三与海旅投免税城



资料来源：21 世纪经济报道，国信证券经济研究所整理

图 11: 深免位于海口观澜湖的免税店



资料来源：21 世纪经济报道，国信证券经济研究所整理

表 2: 海南离岛免税存量门店及新增门店情况汇总

分类	运营商	位置	经营面积	(预计) 开业时间
新增门店	中服免税	三亚城区解放一路鸿洲广场，地处大东海核心商圈，临近鸿洲国际游艇码头、凤凰岛中央商务区，附近有鹿回头、凤凰岭海誓山盟等景区。	面积约 3.3 万 m ² ，12 月 30 日一期试营业，预计一期面积 1 万 m ² +	2020 年 12 月 30 日
	海旅投	三亚市吉阳区迎宾路商圈的居然之家三亚生活广场，毗邻宋城三亚千古情景区。	物业总建筑面积 10 万平米，海旅投租赁 1-5 层，估算经营面积数万平米	2020 年 12 月 30 日
	海发控	日月广场水瓶座+摩羯座，临近中免的日月广场免税店。	经营面积 3.9 万平米	2021 年 1 月底
	深圳免税	海口观澜湖度假村，。该地段集娱乐、购物、休闲、餐饮及文化功能于一体。	经营面积近 10 万 m ²	2021 年 1 月底
	中免	三亚凤凰机场 T1 航站楼西扩 208-206 登机口旁。	一期 800 平米，未来有望扩容至 6800 平米	2020 年 12 月 30 日
原有门店	中免	三亚海棠湾免税购物中心	共 3 层，合计经营面积 7 万平米，此前 1-2 楼为免税，3 楼系有税+餐饮，未来预计 3 楼也基本免税为主	2014 年 9 月 1 日试营业（此前大东海店 2011 年 4 月底开业）
	中免控股海免	海口美兰机场免税店	经营面积 14000 平米	2011 年 12 月 21 日
	中免控股海免	海口日月广场免税店（双子座+射手座）	经营面积一期+二期合计 22000 平米（1 期 13000 平米），预计后续有望进一步再扩建近 1 万平米	2019 年 1 月 19 日
	中免控股海免	琼海市博鳌景区内的市内免税店	经营面积 4200 余平方米	2019 年 1 月 19 日

资料来源:公司官网，官微，海南日报、腾讯新闻，21 世纪经济报道、腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

目前来看，伴随三亚新的免税店开业以及海口上述免税店即将开业，海南离岛免税正在走向多元运营主体的免税格局。客观而言，适度竞争与分流虽然在一定程度或许将不可避免。但是，海南离岛免税新竞争格局下，中免的主观动能正在全面激发，积极应对，强化优势，全面挖潜，故我们对中免的未来成长前

景并不悲观，核心还是在做大蛋糕的同时把自己的优势发挥出来。

经营数据：2020年海南离岛免税店销售额320亿+，2021年元旦销售日均创新高

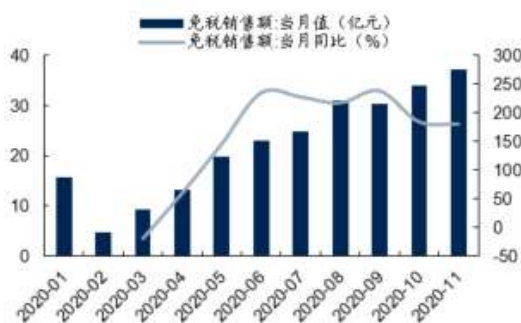
海南离岛免税月度跟踪：根据海口海关数据，11月海南离岛免税共实现销售金额37.15亿元，同比增长181%，日均1.24亿元，环比增长13%，免税购物人次56.56万人次，同比增长58%。1-11月，海南离岛免税累计销售额232.22亿元，同增97%；累计购物人次383.9万人次，同增14%。根据海口海关口径，从7月1日至12月31日，免税销售金额199.9亿元，较上年同期增长192%；根据此及上半年数据，我们估算12月实现免税销售额41.3亿元，同增超150%，日均估算约1.33亿元，环比11月继续增加。

2020年海南离岛免税店销售额突破320亿元，同比增长约128%。根据海南日报和海口海关报道，2020年1月1日至12月28日，海南四家离岛免税店总销售额（含有税）322.2亿元/+128%。其中，免税销售272.1亿元/+102%；购物人数达522.2万人次/+30%；购物件数3088.4万件/+69%。其中，据海南省商务厅提供的最新数据，7.1-12.28，海南四家离岛免税店总销售额（含有税）230.8亿元，同比增长221%；其中，免税销售198.5亿元，同比增长188%；购物人数373.3万人次，同比增长76%；购物件数2079.0万件，同比增长122%。2021年1月海南“十三五”建设发展辉煌成就首场主题新闻发布会上，海南省委副秘书长、省委深改办（自贸港工委办）常务副主任王磊表示，**2020年海南离岛免税销售金额突破了320亿元，2021年将实现更大突破。**

虽然受疫情影响，全球国际品牌产能下降，但中免集团不断引入国际高端品牌，不仅新增1家三亚机场免税店，还扩充原有几家免税店并在全球范围内调货，被优化后的销售结构中，香水化妆品占销售总额下降至50%，而单价较高的首饰和服饰销售占总额的比例均超10%。

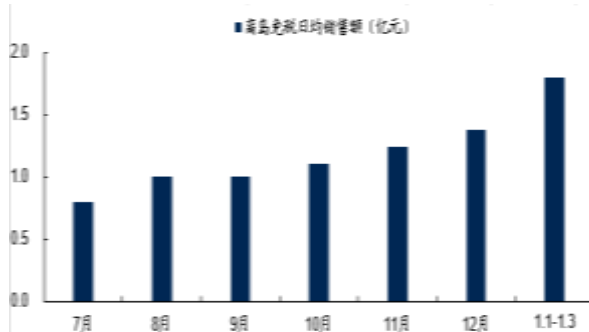
元旦数据再创新高。海口海关2021年1月4日通报，2021年“元旦”三日期间再创历年元旦假期新高，日均销售额高达1.8亿元，销售金额5.4亿元/+195.16%，离岛免税品66.9万件/+200%，购物人数7.6万人/+80.9%。

图 12：11月海南离岛免税销售额同增约181%



资料来源：海口海关、新华网等，国信证券经济研究所整理

图 13：新政实施后离岛免税日均销售额持续提升

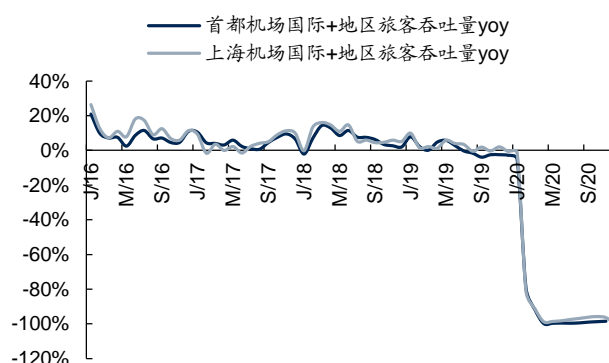


资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

机场免税方面，从京沪港三大机场的客流情况看，2020年11月份首都机场、上海机场以及香港机场国际+地区航班客流分别为3.01万、10.70万、8.1万，首都、香港机场人次环比继续略有改善，上海机场旅客吞吐量环比略有下滑，增速回落，预计受疫情压抑的10月假期出行需求集中释放影响。三者同比下滑区间仍维持在96%-99%、仍处于历史低位。考虑到境外疫情输入压力不断增加，截止至12月20日，民航局已经累计向中外航空公司发出熔断指令140次，对国际客运航班的熔断措施实施调整。

与此同时，线上免税包括直邮等预计继续补充，但月度之间因品牌供货和促销节奏差异，月度销售额本身也可能有一定波动。

图 14: 京沪机场国际+地区旅客吞吐量及当月同比



资料来源: 首都机场、上海机场公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 香港机场旅客吞吐量及当月同比



资料来源: 香港国际机场, 国信证券经济研究所整理

免税资讯: 海南有望推出离岛免税品邮寄离岛政策, 岛内居民免税有望推出

1、海南免税有望持续政策利好。据新华社报道, 2020 年 12 月 23 日, 中央政治局常委、国务院副总理韩正主持召开海南全面深化改革开放领导小组全体会议, 国务院副总理胡春华、国家发改委主任何立峰等参加会议。韩正强调, **要加快出台海南离岛免税购物新政策, 进一步推进部分进口商品“零关税”。**海关已经开始采取对海南自由贸易港入境的香化类进口商品抽检放行的制度, 这已大大简化进口入境程序, 而香化类产品恰是离岛免税消费热潮中的主力。

海南省有望出台离岛免税邮寄政策。根据 21 世纪经济报道, 海南省方面正在酝酿出台离岛免税品邮寄举措, 从而将大大疏解离岛提货点的压力, 也望大幅提高海南离岛免税购物体验。中国邮政正在帮助海南省政府开发一套海南离岛免税品邮递系统, **在满足海关监管货物的同时, 可让免税品直邮到家。各大免税店运营商将完备其库存与物流系统对接, 以便迎接邮递业务的到来, 该举措将大幅疏解离岛提货点的压力, 也将优化海南离岛免税购物体验。**目前离岛免税必须机场或轮渡提货, 因此一般要求提前 6 小时/24 小时等购买, 且提货点提货时排队也需要一定时间, 未来若免税品邮寄离岛放开, 则游客购物时间可以更加充裕, 省去提货烦恼, 购物体验大幅改善, 有助于推动离岛免税销售提升。

岛内居民免税正面清单有望推进。据上海证券报报道, 海南目前正在积极推进的还有企业进口自用设备“零关税”负面清单、岛内居民进口日用消费品“零关税”正面清单、放宽市场准入负面清单、跨境服务贸易负面清单、洋浦港启运港退税政策等一系列重磅政策。结合《中国经营报》报道, 目前, 中央有关部门和海南省政府, 正在制定海南本地居民在不离岛情况下, 享受免税购物优惠政策的“正面清单”, 届时, 海南免税消费的群体将进一步扩容。该正面清单预计不排除 2021 年上半年推出。

结合 2020 年 12 月杨澜访谈录中提及, 海南省委书记沈晓明表示, 希望到 2022 年时, 海南能占有 10% 的中国居民免税消费额度, 即 1000 亿元; 而到 2030 年时, 以中国人境外消费 1.5 万亿元为基础, 占有 50% 以上的免税消费额度, 即 7000 亿~8000 亿元。

2、中服免税北京免税店新店正式升级开业。根据新京报报道, 12 月 22 日, 在北京经营近 40 年的中服免税北京免税店已正式升级开业。除了店面面积扩大, 新店的产品数量和种类也有所提升, 汇集全球 200 多个知名品牌、3000 多款商品。中服方面表示, 北京免税店的升级开业, 将成为中服免税旗下包括天津、大连、哈尔滨、青岛、郑州等地在内的“大北方区”免税业务的重要补充, 加快形成区域多渠道联动发展的新局面。作为中服免税北京免税店的股东及合作

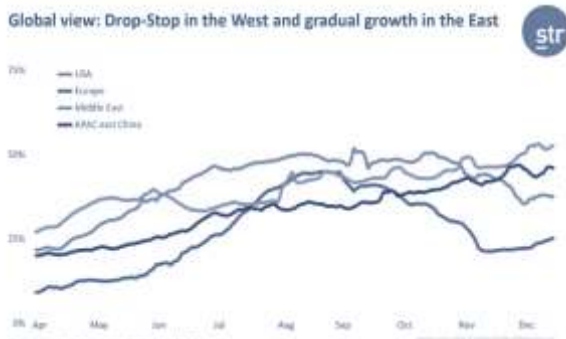
伙伴，凯撒旅业方面表示，未来将协同中服免税，积极拓展中国免税市场，深耕旅游零售，为促进消费回流作出更大贡献。

酒店：短期关注国内局部疫情散发影响，中线龙头加速集中逻辑不变

短期关注国内局部疫情散发影响。根据 STR 数据，中国内地酒店 RevPAR 自 2 月跌至谷底后呈逐月向好的趋势，特别是暑期市场及 10 月国庆黄金周为其恢复增添助力，**10 月 RevPAR 已经恢复到了去年同期的 8-9 成。**根据全球与亚太地区（不包括中国内地）OCC 对比，以及亚太主要国家与中国内地酒店 OCC 对比，中国的 OCC 恢复较快，9 月份接近 70%，呈现 2% 的正增长。但 11 月与 12 月有所下降，预计主要受旅游淡季和对疫情反复的担忧情绪影响。自 10 月份起，ADR 指数徘徊在 80（100 代表与去年同期水平一致）。

从酒店龙头的情况来看，结合我们此前跟踪，酒店龙头**华住、锦江、首旅如家**等龙头表现和恢复情况总体领先行业。

图 16: 亚太地区 OCC 逐步恢复



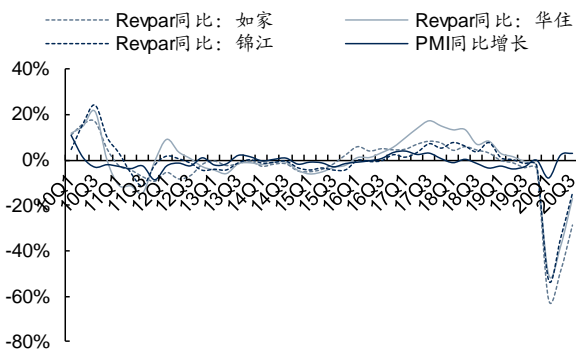
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 17: 中国 OCC11 及 12 月略有下降



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图 18: 三大酒店龙头 RevPAR 恢复情况（境内）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19: 华住的 OCC 水平领跑行业



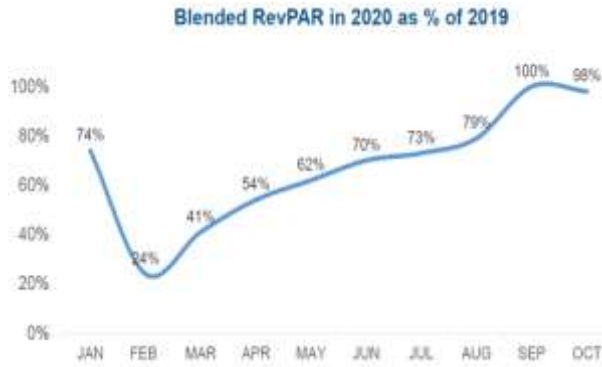
资料来源：STR，公司公告，国信证券经济研究所整理

北京：根据 STR 数据，在商旅需求强势带动下，11 月底七日 OCC 均值恢复至去年同期 88%，平均房价于 10 月中下旬开始逐步回升，11 月的最后一周恢复至去年同期 88%。**分酒店级别看**，奢华和超高端酒店入住率环比同年 10 月下降；而高端、中高端以及中档和经济型酒店环比呈现小幅提升。其中，**中档和经济型酒店入住率于 11 月达到 73%**，引领所有级别酒店；而去年同期，入住率最高的为高端级别酒店。

上海：自疫情发生后，相较北京，上海地区 OCC 受影响较小，恢复较快，8 月份至 11 月上旬大部分时间 OCC 超过 70%。11 月中旬上海地区 OCC 下降，主要系疫情反复等因素影响，目前国内部分地区受秋冬季影响疫情有所反复，仍

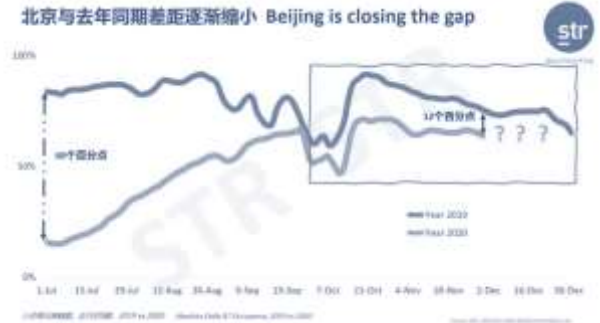
需警惕疫情反复对酒店业恢复的影响。

图 20: 华住的 RevPAR 恢复情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 北京 11 月与去年同期差距逐渐缩小



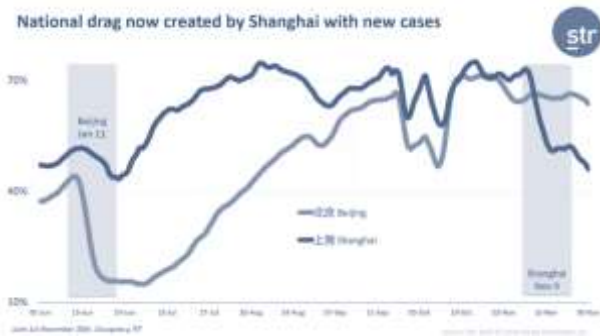
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 北京商旅带动低级别酒店需求



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

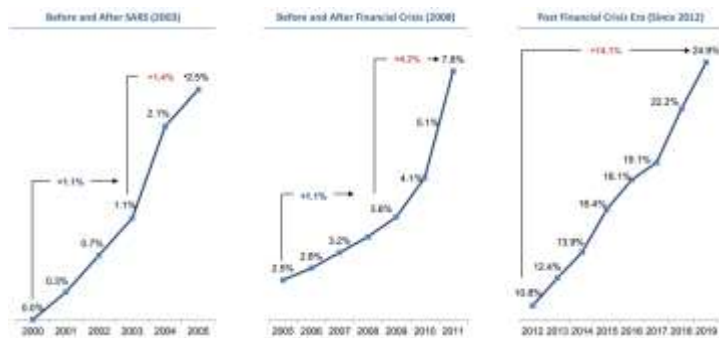
图 23: 局部零星疫情等导致上海地区 OCC 下降



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

中线来看, 疫情后龙头加速集中。参考 21 世纪经济报道, 锦江酒店(中国区)董事长、首席执行官张晓强表示: 疫情加速酒店业国内大循环, 2023 年预计新增签约 1 万家以上。具体来看, 预计到 2023 年, 锦江酒店(中国区)整体开业达到 15000 家以上; 在未来三年中, 新增 1 万家签约酒店, 新增 7 千家开业酒店。华住此前也公开表态 2022 年实现万店目标, 疫情下仍强调目标不变。参考首旅如家微加盟官方微信号, 2021 年 1 月, 首旅如家明确提出了“3 年万店”的目标, 较公司此前每年开店 800-1000 家, 净增 300-500 家的速度有望明显提速。总体来看, 三大龙头纷纷明确自身后续目标, 整体扩张仍然提速。

图 24: 疫情有望加速龙头集中



资料来源: 华住公告, Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

表 3: 酒店龙头未来 3 年发展目标及现有门店情况

酒店龙头	截至 2020.9 末门店情况	发展目标
锦江酒店 (中国)	7,827	预计到 2023 年, 锦江酒店 (中国区) 整体开业达到 15000 家以上; 在未来三年中, 新增 1 万家签约酒店, 新增 7 千家开业酒店。
华住酒店	6507	预计 2022 年实现万店目标
首旅酒店	4638	2021 年初提出: 未来 3 年万店计划

资料来源:公司公告, 公司官微、21 世纪报道等, 国信证券经济研究所整理

锦江酒店定增情况: 12 月 22 日, 锦江酒店非公开发行股票申请获得中国证监会发审会审核通过, 此次定增募集金额 50 亿, 其中 35 亿用于酒店装修升级项目, 15 亿用于偿还金融机构贷款。疫情危机为行业整合提供了新的机会, 酒店的品牌化率将加速提升, 锦江酒店依靠其良好的管理机制、规模效应, 国企背景, 依托上市公司平台逆势融资下, 未来有望加速扩张, 进一步提升自身份额。

演艺: 疫情之下磨练内功, 明月千古情景区接游强势回暖

千古情元旦表现: 三天共演出 44 场, 其中三亚千古情景区元旦接待游客 4.54 万人次, 恢复至去年同期的 62.79%; 明月千古情景区接游人数同比增长 23%, 门票营收同比增长 98%。

表 4: 元旦期间千古情场次

日期	杭州	西安	三亚	丽江	九寨	桂林	张家界	炭河	宜春	郑州
2021/1/1	2	2	3	2	/	2	1	/	2	2
2021/1/2	2	2	3	2	/	2	1	/	1	2
2021/1/3	2	1	3	2	/	2	1	/	1	1

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

多元化营销助力客流回暖。结合 Wind 公司 2021 年 1 月交流日志: 公司杭州宋城于下半年推出演艺王国雏形, 并于十一黄金周测试了多剧院、多剧目模式, 匹配现阶段游客对不同演艺产品的多层次需求; 12 月下旬杭州宋城推出夜游票套餐, 其中单人票/双人票价格分别为 69/118 元, 其中圣诞节以及元旦跨年夜自 17:00 起均有 10 余场节目秀推出。元旦期间宋城景区推出电音、潮趴、潮玩等跨年特色活动测试了年轻人市场, 在寒潮来袭的情况下, 公司 12 月 31 日跨年夜宋城景区集聚了上万游客, 29 岁以下的用户超过 50%, 39 岁以下用户超过 80%, 依然取得了非常好的效果和体验。公司年底考核更加多元, 也意在磨练内功。

图 25: 杭州宋城推出“双旦奇遇夜(圣诞+元旦)”



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 26: 宋城演艺剧场部年终考核



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

展望 2021 年, 公司预计上海项目将于春季开放, 开业时几台核心演出、大部分场地及内容会呈现, 后续也会逐步开放新内容。上海项目是以室内 4 万方+的演出场所为主、室外公园为辅的尝试, 公司将与多位设计师合作, 后续会继续

续在室内增加受年轻人欢迎的内容。上海模式做成后，公司也不排除把这种概念复制到其他地方。与此同时，佛山项目会根据市场情况看 2021 年下半年或 2022 年初推出；西塘项目因土地因素进度放缓，预计 2022 年开业；珠海项目预计 2023 年开业。珠海有着良好的气候资源条件和粤港澳庞大的人群，目前公司的规划已非常成熟，并和一家美国公司合作。

同时，2021 年，为了进一步丰富演艺王国定位，公司会在丽江、西安、张家界、三亚等地方推出自主创作的另一台大秀——爱在系列，预计 2021 年将推出 3-4 台，着重表现当地的风土民俗、地域风情，并借此培养公司年轻的导演团队等。

短期来看，公司恢复节奏主要受国内疫情情况及各地控制节奏影响，但中线来看，公司演艺王国模式仍在不断丰富，新项目持续扩张和储备中，从而为其中线成长提供持续成长支撑。

出境游：短期仍承压，需跟踪海外疫情进展

航空客运方面，国内民航旅客运输量逐步恢复，但国际航线仍承压。根据中国民航局官网数据，2020 年 11 月，全行业共完成旅客运输量 4441 万人次，恢复至去年同期的 83.7%，9、10 月则分别恢复到去年同期的 87.6%、88.3%。预计因节假日影响，11 月不如 9 月、10 月恢复程度好，但恢复仍趋势良好，主要系国内航空带动。据国务院联防联控机制召开新闻发布会消息，民航局将通过加强航空物流关键环节防控，全面加强来华航班管理。而且 2020/21 年冬春航季航班计划主要聚焦服务以国内大循环为主体。

图 27：11 月民航旅客运输量同比恢复至去年同期 83.7%



资料来源:中国民航局，国信证券经济研究所整理

国际航班方面，2020/21 年冬春航季航班将根据疫情情况动态调整。目前港澳台航线航班，各航空公司共安排港澳台航线客货运航班每周 2984 班，同比 2019/20 年冬春航季下降 23.2%。国际航线航班上，充分考虑国内国际疫情发展形势，客运坚持严防疫情输入，目前客运航班每周计划 592 班(296 个往返)，同比下降 96.8%，且具体执行将根据国家防控要求进行调整。国内 19 家航空公司每周共安排 320 班(160 个往返)定期客运航班，通航 37 个国家、45 个城市；国外共有 86 家航空公司从 47 个国家的 56 个城市飞往我国，每周安排定期客运航班 272 班(136 个往返)。整体来看，因为欧美等秋冬疫情的二次爆发，目前国际航班安排较少，恢复相对谨慎，短期仍然承压。

海外疫情局势仍不明朗，11 月出境游继续处于历史低位

港澳游方面，11 月赴港游客仅为 3571 人次，单月入境人数连续 8 个月低于万人，同比下滑 99.81%；11 月赴澳游客为 58.85 万人，同比下滑 71.02%，环比增加 9.09%，政策放松后环比持续改善。

图 28: 11 月赴香港旅游人数同比减少 99.8%



资料来源：香港旅游发展局，国信证券经济研究所整理

图 29: 11 月赴澳门旅游人数同比减少 71.0%



资料来源：澳门旅游发展局，国信证券经济研究所整理

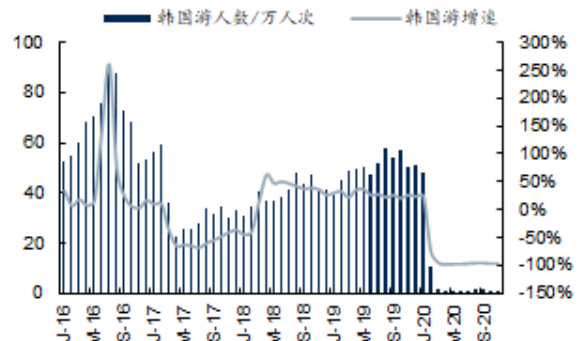
出国游方面，11 月赴日游客为 1.18 万人，同比下滑 97.59%（4-10 月跌幅均在 99%-100%）；11 月份赴韩游客为 0.92 万人，同比下滑 98.18%；11 月泰国国际旅行禁令松绑（3 月 26 日起禁止国际旅行），中国赴泰游客为 914 人。

图 30: 11 月赴日旅游人数同比减少 97.6%



资料来源：日本国家旅游局，国信证券经济研究所整理

图 31: 11 月赴韩旅游人数同比减少 98.2%



资料来源：KTo，国信证券经济研究所整理

目前来看，结合各国入境管制政策，亚洲周边国家和地区政策有所松绑，但近期受秋冬疫情影响部分地区再次戒严，而欧美疫情则面临二次高峰。其中，澳门地区 9 月 23 日起将旅游签注范围放宽至内地居民，赴澳游客数逐步回暖；而香港虽推出回港易计划，但仅针对符合特定条件的香港居民回港豁免 14 天检疫，双方互通仍受限制，目前第四轮疫情期尚未平复；欧美因二次疫情影响，目前确认人数仍处于高位；英国受变种新型冠状病毒影响，疫情形势严峻；虽然国内赴泰旅游破冰，但 12 月底泰国第二波疫情爆发，泰国再次实施管制措施，所以目前泰国游仍然受制。12 月 29 日文旅部再度发文表示，元旦、春节假期期间暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机+酒”业务。虽然近期已有疫苗取得重要进展，但考虑其正式落地和全面普及仍需一定的时间，考虑各地政策限制和海内外疫情情况差异，我们预计出境游全面恢复仍需时日，全球疫苗大规模投入接种以及旅游目的地防控态势根本性好转是关键。

表 5: 截至 12 月下旬, 各国家或地区最新入境管制措施

国家或地区	入境管制措施
香港	12 月 25 日起, 所有于到达香港当天或之前 21 天曾在中国以外地区逗留的抵港人士, 需要在指定检疫酒店强制检疫 21 天。
泰国	10 月 29 日起, 防控隔离期限从 14 天减至 10 天的草案。如果隔离 10 天取得较好效果, 后续将进一步缩短直至取消隔离。
新加坡	从 11 月 6 日起解除对来自中国大陆旅客的入境限制, 两地旅游将恢复, 检测呈阴性的旅客抵境后无须隔离。
日本	11 月 1 日起, 日本对中国放宽边境措施, 从中国赴日的人员不再需要接受核酸检测, 在中国停留过的外国人也可以入境日本, 但仍需居家或酒店隔离 14 天。11 月 30 日起, 中日商务往来“快捷通道”正式开通。短期商务出差人员办理“快捷通道”签证后, 入境日本时需提交入境前 72 小时内核酸检测阴性证明, 免除 14 天隔离。
菲律宾	11 月 1 日起放宽部分旅行限制, 持投资签证的外国人可以入境, 外国公民入境须持有效签证, 提前预订合格隔离检疫设施, 并遵守当日口岸入境人数限制规定和相关法规。
新西兰	11 月 2 日起部分海外留学生和旅行者可申请豁免入境, 包括博士和硕士生, 以及往返于少数太平洋国家和地区进行必要旅行的人员。
美国	国内疫情形势严峻, 目前仍限制入境。
英国	12 月 15 日起, 入境英国旅客在自我隔离第五天的新冠病毒检测报告呈阴性的, 即可结束隔离。检测费用自理, 并且要在政府指定的私人检测机构预约检测。

资料来源: 各国民航局, 移民局, 政府官网, 国信证券经济研究所整理

国内游: 持续改善, 恢复分化, 11 月海南接待游客同增 4%

11 月单月, 海南省接待游客 887 万人次, 同比增长 4%, 1-11 月累计接待游客 5498 万人次, 同比下滑 26%。进入冬季后, 海南迎来旅游旺季, 再加上疫情下出境游暂停、海南离岛免税购物政策引流等, 海南客流呈现出明显领先的恢复态势。北京市旅游区 11 月接待游客 1749 万人次, 同比下滑 20%, 1-11 月累计接待 15626 万人次, 同比下滑 49%。张家界市 11 月接待游客 539 万人次, 同比下滑 3%, 1-11 月累计接待 3754 万人次, 同比下滑 45%。黄山风景区 10 月接待游客 129 万人次, 同比下滑 59%, 1-10 月累计接待 528 万人次, 同比下滑 66%。

表 6: 2020 年 11 月各省市国内游客数据

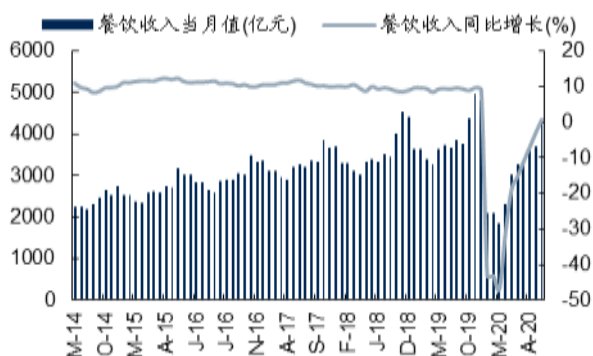
接待游客数量 (万人次)	11 月	同比增长	1-11 月累计	累计同增
黄山风景区 (10 月数据)	129	-59%	528	-66%
海南省	887	4%	5498	-26%
北京市旅游区	1749	-20%	15626	-49%
张家界市	539	-3%	3754	-45%

资料来源: 各省市统计局, 国信证券经济研究所整理

餐饮: 11 月餐饮收入同比下滑 0.6%, 预计未来将继续恢复

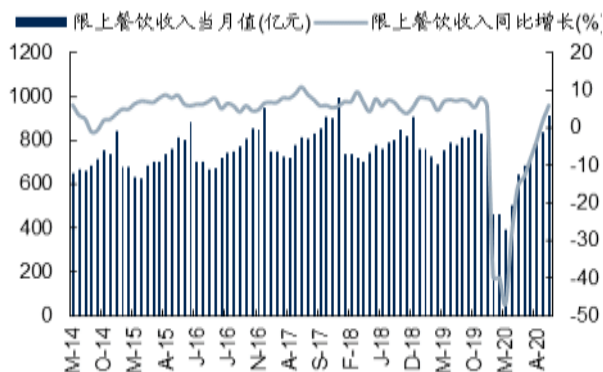
根据国家统计局公布的 11 月社零数据, 2020 年 11 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 4980 亿元, 同比下滑 0.6%, 相比 10 月的增速 0.8%, 11 月增速再次转负, 预计是受疫情及国庆节假日等影响, 但从趋势上来看, 餐饮消费额仍是不断改善的; 11 月限额以上企业餐饮收入为 860 亿元, 同比增长 1.8% (9 月为增长 1.9%、10 月为增长 6.1%), 行业复工复产逐步推进以及各地消费刺激政策下, 预计行业经营环比仍将持续回暖。

图 32: 11 月餐饮收入同比下滑 0.6%



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

图 33: 11 月限上餐饮收入同比增长 1.8%



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

博彩：12 月澳门博彩赌收同比下降 66%，环比持续改善

根据澳门博彩监察协调局数据，2020 年 12 月，澳门博彩毛收入为 78.18 亿澳门元，同比下降 65.8%；1-12 月累计毛收入为 604.41 亿澳门元，同比下滑 79.30%。自 9 月 23 日恢复办理内地居民赴澳门旅游签注以来，澳门博彩赌收有所改善，但仍需跟踪游客意愿及各地各单位等实际出行限制，预计澳门博彩短期仍会承压。

图 31: 2020 年 12 月澳门博彩赌收同比下降 66%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；
国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-01-12	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	319.10	2.37	3.14	4.86	134.59	101.69	65.64	38.38
002607	中公教育	买入	35.28	0.29	0.39	0.55	120.58	89.79	63.82	73.66
600754	锦江酒店	买入	48.00	1.14	0.32	1.26	42.09	149.78	37.96	3.64
1179.HK	华住集团-S	增持	312.19	6.01	-2.64	6.50	51.94	-118.32	48.07	14.31
600258	首旅酒店	买入	20.92	0.90	-0.44	0.91	23.35	-47.54	22.93	2.53
6862.HK	海底捞	增持	52.69	0.44	0.18	0.90	119.76	292.75	58.55	0.00
9987.HK	百胜中国-S	增持	390.74	11.12	11.59	13.26	35.14	33.71	29.47	0.00
300144	宋城演艺	买入	15.98	0.51	0.06	0.50	31.19	288.86	31.69	4.93
300662	科锐国际	增持	50.45	0.84	1.00	1.27	60.41	50.27	39.71	12.67
603043	广州酒家	买入	40.60	0.95	1.06	1.36	42.70	38.28	29.91	8.41
300010	豆神教育	买入	8.79	0.04	-0.08	0.32	249.48	-104.17	27.62	2.31
300192	科德教育	增持	12.20	0.27	0.61	0.76	45.00	19.95	16.06	4.92
603136	天目湖	增持	21.69	1.07	0.34	1.24	20.34	64.28	17.56	3.06
002159	三特索道	买入	10.69	0.08	0.51	0.44	133.63	20.89	24.20	1.54
000526	紫光学大	增持	46.66	0.14	0.09	0.63	333.29	505.52	74.60	53.48
600138	中青旅	买入	9.49	0.78	-0.18	0.72	12.09	-51.54	13.18	1.12
000888	峨眉山 A	增持	5.77	0.43	-0.20	0.40	13.44	-28.26	14.40	1.29
600054	黄山旅游	增持	8.83	0.47	-0.10	0.44	18.93	-87.21	20.02	1.58
000796	凯撒旅业	买入	9.38	0.16	-0.10	0.18	59.94	-98.02	52.14	3.40
002707	众信旅游	增持	4.45	0.08	-0.10	0.21	57.02	-43.46	20.99	1.90
002621	美吉姆	增持	5.06	0.20	-0.18	0.23	25.30	-28.11	22.00	3.48
000978	桂林旅游	增持	4.30	0.15	-0.26	0.19	28.14	-16.45	22.87	0.99
002033	丽江股份	增持	5.96	0.37	0.08	0.37	16.09	75.14	16.12	1.35

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032