/休闲服务

发布时间：2019-11-20

证券研究报告 / 行业动态报告

优于大势

上次评级： 优于大势

社服 2020 年策略报告：
坚守高景气免税/化妆品/火锅龙头，把握酒店底部价值

报告摘要：

年初至今餐饮旅游指数上涨 24.8%，在中信 29 个行业中排名第十。目前板块整体估值 34 倍，相对万得全 A 估值溢价 102%，低于 2015 年以来均值。细分板块表现分化，化妆品、免税和人文景区领涨。板块持仓和超配比例继续提升，均创 2016 年以来新高。**面对宏观经济和外部环境不确定性，建议自上而下优选高景气度&穿越周期品种：免税&化妆品；自下而上精选自身处在开店扩张周期的火锅龙头，以及低估值、周期成长属性、具备长期投资价值的酒店龙头。**

免税：市内店预期强化，供给优化推动需求持续释放。国家引导海外消费回流态度坚定，近期离岛免税受益于提额度/扩品类/增渠道，国人市内店政策呼之欲出，免税供给端不断优化，国人免税需求将持续释放。国旅一家独大将坐享行业发展&政策红利。推荐中国国旅。

化妆品：行业量价齐升，国货龙头主动出击。我国为化妆品第二大消费国，2018 年市场规模达 4105 亿元/+12.3%，规模增速领跑全球。渗透率提升&高端化明显&电商发展红利，品牌力/产品力/渠道力突出的本土化妆品企业有望脱颖而出。推荐丸美股份、珀莱雅。

火锅：餐饮行业最优赛道，火锅龙头加速开店。火锅在餐饮行业细分品类中市占率第一，其特性容易规模化扩张。海底捞依靠极强的食品质量控制和管理能力加速开店，预计公司总的开店空间约为 1700 家，仍有 3 倍的成长空间。推荐火锅龙头海底捞。

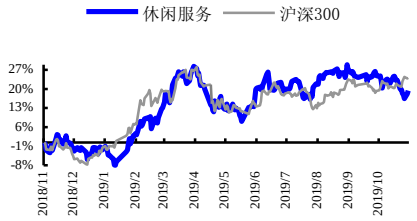
酒店：周期成长属性，低估值有望迎来戴维斯双击。连锁化提升&中高端占比提升&轻资产扩张，酒店行业长期成长空间确定，短期受宏观经济影响酒店 RevPAR 增速放缓。酒店估值已处于历史底部，安全边际强，未来 RevPAR 提升业绩弹性大。推荐锦江酒店、首旅酒店。

风险提示：宏观经济风险、政策风险、汇率波动风险。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
中国国旅	86.95	1.59	2.39	2.66	54.50	36.26	32.58	买入
丸美股份	73.37	1.15	1.31	1.56	63.31	56.01	47.03	买入
珀莱雅	94.77	1.43	1.91	2.52	66.27	49.62	37.58	买入
海底捞	35.00	0.31	0.49	0.82	100.81	64.36	38.34	买入
锦江股份	23.55	1.13	1.26	1.50	18.85	18.62	15.67	买入
首旅酒店	17.57	0.87	0.95	1.12	18.39	17.61	14.90	买入

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-4.41%	-2.02%	17.38%
相对收益	-6.42%	-6.13%	-2.43%

行业数据

成分股数量（只）	45
总市值（亿）	4366
流通市值（亿）	3932
市盈率（倍）	33.71
市净率（倍）	3.13
成分股总营收（亿）	1607
成分股总净利润（亿）	117
成分股资产负债率（%）	41.91

相关报告

《社服 2019 中报综述:业绩增速放缓，关注免税&人力资源&酒店龙头》—20190910

《社服 2019 年中期策略：坚守高景气免税&人力资源龙头，静待酒店反转&演艺加速》—20190629

《社服 2019 年度策略：精选免税、酒店、人力资源龙头》–20181130

证券分析师：李慧
执业证书编号：S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

证券分析师：徐乔威
执业证书编号：S0550519080008
18801903371 xuqw@nesc.cn

研究助理：李森蔓
执业证书编号：S0550118030026
18521953685 lism@nesc.cn

目 录

1. 19 年回顾：免税&化妆品表现亮眼，基金持仓比例创新高.....5

2. 财务分析：整体增速放缓，盈利能力提升.....7

3. 投资策略：把握确定性，精选免税/化妆品/火锅/酒店龙头.....11

3.1. 免税：市内店预期强化，供给改善推动需求持续释放.....11
3.2. 化妆品：行业尚在成长期，静待国货龙头崛起.....14
3.3. 火锅：优质赛道，兼具成长和抗周期属性.....18
3.4. 酒店：行业持续探底，龙头价值显著.....20

4. 投资建议.....23

4.1. 中国国旅：免税绝对龙头，坐享政策红利.....23
4.2. 丸美股份：国产眼霜龙头，成长空间确定.....24
4.3. 珀莱雅：强大平台力构建品牌矩阵.....25
4.4. 海底捞：火锅行业绝对龙头，开店加速空间广阔.....26
4.5. 锦江酒店：资源优渥，巨舰起航.....27
4.6. 首旅酒店：业绩弹性最大，关注边际改善.....28

5. 风险提示.....29

图目录

图 1: 社服板块年初至今涨幅 5
图 2: 社服板块年初至今涨幅中等偏上 5
图 3: 社服绝对估值低于近 4 年均值 5
图 4: 社服相对 A 股溢价低于近 4 年均值 5
图 5: 2019 年以来社服各子板块涨跌幅情况（%） 5
图 6: 2019 年以来社服个股涨跌幅（%） 5
图 7: 2019 年社服涨跌幅前后 5 名公司 6
图 8: 社服重点个股估值水平 6
图 9: 餐饮旅游基金配置比例 6
图 10: 餐饮旅游基金超配比例 6
图 11: 社服板块整体营收规模（亿）及增速 7
图 12: 整体扣非归母净利润规模（亿）及增速 7
图 13: 社服整体毛利率/净利率/期间费用/ROE 7
图 14: 细分板块毛利率趋势 7
图 15: 细分板块期间费用率趋势 8
图 16: 细分板块净利润率趋势 8
图 17: 各子板块营收、业绩和市值比重 8
图 18: 19 年前三季度子板块营收及业绩增速 8
图 19: TOP3 酒店集团同店 RevPAR 增速对比 9
图 20: TOP3 酒店集团同店入住率增速对比 9
图 21: TOP3 酒店集团同店平均房价增速对比 9
图 22: TOP3 酒店集团开店数量及增速对比 9
图 23: 乌镇景区客流量及增速 10
图 24: 古北水镇景区客流量及增速 10
图 25: 黄山景区客流量及增速 10
图 26: 峨眉山景区客流量及增速 10
图 27: 中国为最大奢侈品消费国（十亿人民币） 11
图 28: 中国免税市场规模及增速 11
图 29: 韩国免税市场规模及增速（亿美元） 13
图 30: 韩国市内免税消费占比高于机场免税 13
图 31: 2018 年国内免税运营商竞争格局（估算） 13
图 32: 2009-2018 年全球化妆品市场规模及增速 14
图 33: 2009-2018 年中国化妆品市场规模及增速 14
图 34: 2009-2018 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR 14
图 35: 2018 年 TOP10 化妆品消费国市场份额 14
图 36: 2017 年分城市/区域美妆个护消费额增速 15
图 37: 微博美妆关注人群年龄分布 15
图 38: 2010-2017 年男士护肤品市场规模（亿元） 15
图 39: 2018 年不同性别彩妆人群增速 15
图 40: 化妆品消费链条不断延长 16
图 41: 彩妆增速一骑绝尘 16
图 42: 高端化妆品增速显著快于大众产品 16
图 43: 日韩高端化妆品占比超 40% 16

图 44: 2018 年中国市场化妆品公司市场率 17
图 45: 2018 年日本市场化妆品公司市场率 17
图 46: 中国餐饮行业收入和增速 18
图 47: 中式餐饮细分品类 18
图 48: 火锅与餐饮其他业态盈利能力对比 18
图 49: 火锅行业收入及占比 19
图 50: 火锅行业各类别占比 19
图 51: 2015 年以来海底捞市占率 19
图 52: 酒店龙头全部门店 RevPAR 增速对比 20
图 53: 国内酒店连锁化率稳步提升 20
图 54: 连锁酒店入住率 vs 星级饭店入住率 20
图 55: TOP 3 酒店集团多元化品牌体系 21
图 56: TOP 3 酒店集团门店结构持续优化 22
图 57: 中外酒店估值对比 22
图 58: 如家经济型同店经营数据同比增速 28
图 59: 如家中高端同店经营数据同比增速 28

表目录

表 1: 相关免税政策梳理 12
表 2: 韩国市内免税政策梳理 13
表 3: 2018 年我国各品类化妆品 TOP10 品牌市占率 17
表 4: TOP20 中端酒店品牌半数归于 TOP3 酒店集团旗下 21

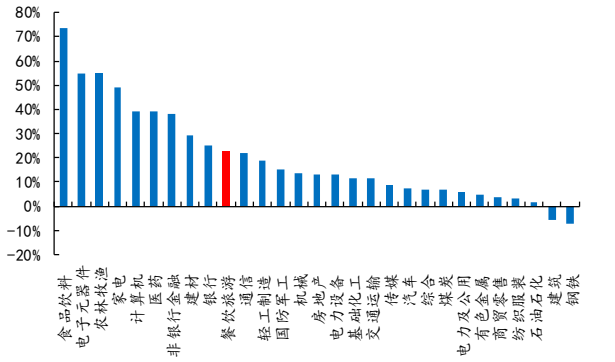
1. 19 年回顾：免税&化妆品表现亮眼，基金持仓比例创新高

2019 年初至今（截至 2019 年 11 月 13 日）中信餐饮旅游指数上涨 24.83%，在中信 29 个行业中排名第 10。同期上证综指累计涨幅 17.85%，深证成指累计涨幅 35.51%，创业板指累计涨幅 36.87%。目前板块整体估值 PE(TTM) 34.29 倍，相对万得全 A 估值溢价 102%，低于 2015 年以来 140%的均值水平。**细分板块表现分化**，化妆品/免税/人文景区表现亮眼，年初至今上涨 87.9%/42.6%/31.8%，其中化妆品板块主要由新股丸美股份（+148%）和次新股珀莱雅（+117%）拉动；其他子板块跑输大盘，餐饮/酒店/人力资源/自然景区上涨/10.9%/10.2%/9.3%/4.5%，出境游下跌 8.1%。

图 1：社服板块年初至今涨幅

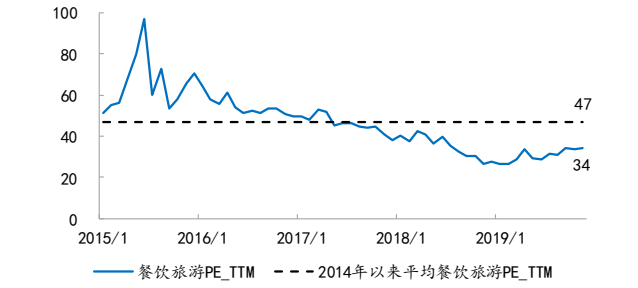
数据来源：Wind，东北证券

图 2：社服板块年初至今涨幅中等偏上



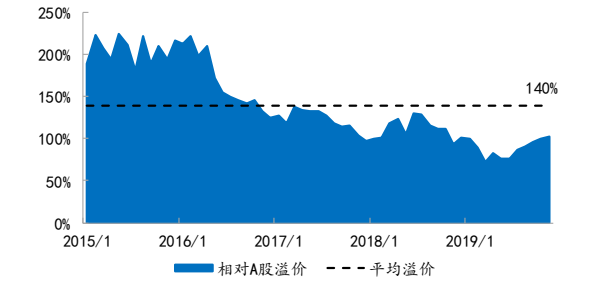
数据来源：Wind，东北证券

图 3：社服绝对估值低于近 4 年均值



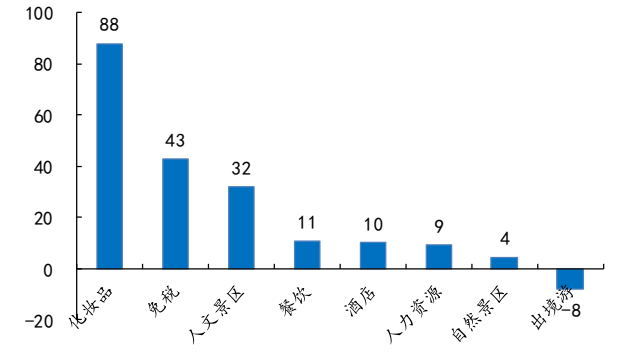
数据来源：Wind，东北证券

图 4：社服相对 A 股溢价低于近 4 年均值



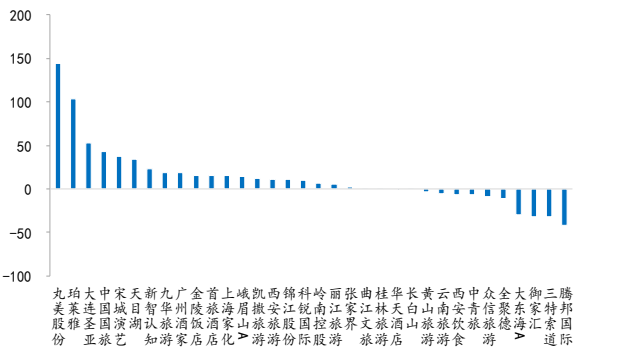
数据来源：Wind，东北证券

图 5：2019 年以来社服各子板块涨跌幅情况（%）



数据来源：Wind，东北证券

图 6：2019 年以来社服个股涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东北证券

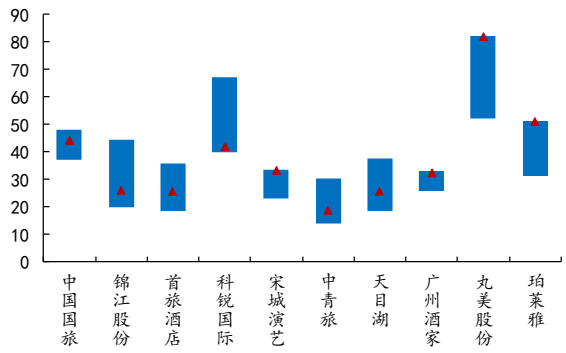
个股方面，年初至今涨幅排名前五为丸美股份（+143.2%）、珀莱雅（102.9%）、大连圣亚（+52.4%）、中国国旅（+41.6%）和宋城演艺（+38.4%）；涨幅排名后五为腾邦国际（-42.8%）、三特索道（-32.4%）、御家汇（-31.3%）、大东海 A（-30.0%）和全聚德（-11.7%）。个股估值角度，以近两年 PE(TTM 扣非)中枢上下各 1 个标准差看，重点公司中宋城演艺/广州酒家/丸美股份/珀莱雅目前估值较高，锦江股份/首旅酒店/科锐国际/中青旅估值相对较低，中国国旅/天目湖接近估值中枢。

图 7：2019 年社服涨跌幅前后 5 名公司

年初至今涨跌幅前5名	公司名称	涨跌幅（%）
603983.SH	丸美股份	143
603605.SH	珀莱雅	103
600593.SH	大连圣亚	52
601888.SH	中国国旅	42
300144.SZ	宋城演艺	38
年初至今涨跌幅后5名	**公司名称**	**涨跌幅（%）**
300178.SZ	腾邦国际	-43
002159.SZ	三特索道	-32
300740.SZ	御家汇	-31
000613.SZ	大东海A	-30
002186.SZ	全聚德	-12

数据来源：Wind，东北证券

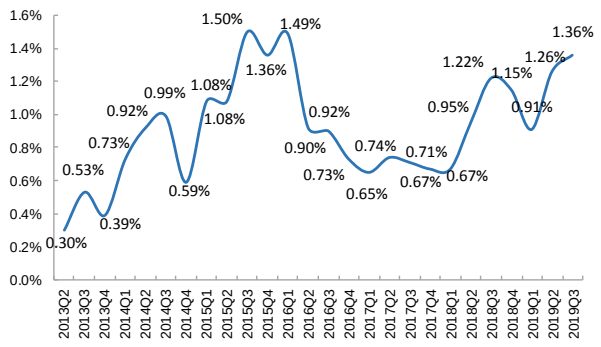
图 8：社服重点个股估值水平



数据来源：Wind，东北证券

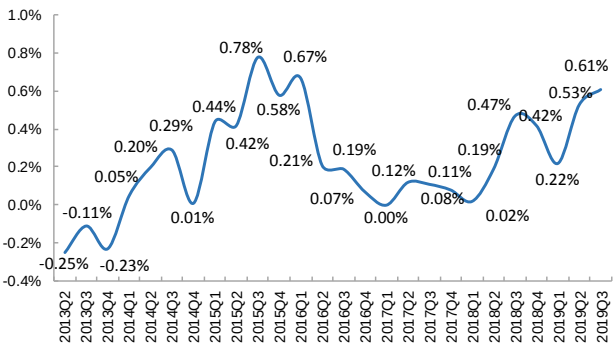
基金持仓方面，19Q3 板块持仓和超配比例继续提升，均创 2016 年以来新高，19Q3 基金超配板块 0.61pct（同比好于 18Q3 0.47pct）。19Q3 社会服务行业的前五大基金重仓股为中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家，整体与 Q2 差别不大（Q2 前五大基金重仓股为中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、广州酒家和首旅酒店）。Q3 基金主要增持的股票有宋城演艺（5137 万股）、首旅酒店（552 万股）、锦江酒店（191 万股），减持的主要有中国国旅（-316 万股）、广州酒家（-218 万股）。

图 9：餐饮旅游基金配置比例



数据来源：Wind，东北证券

图 10：餐饮旅游基金超配比例

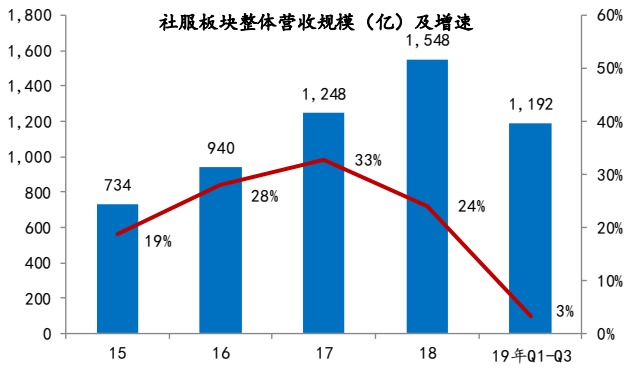


数据来源：Wind，东北证券

2. 财务分析：整体增速放缓，盈利能力提升

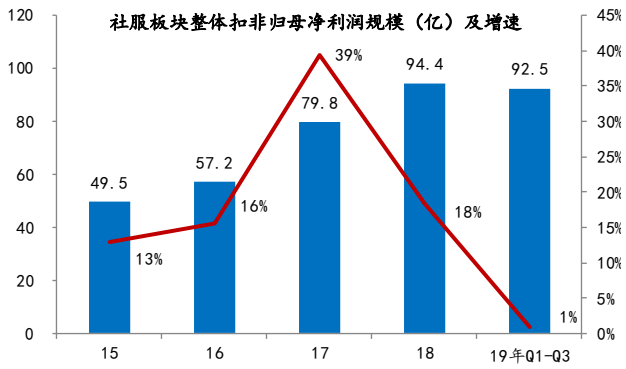
受宏观经济增速放缓和中美贸易战影响，板块整体增长放缓。19 年前三季度社服板块实现营收 1191.8 亿元/+3.3%，归母净利润 110.4 亿元/+8.0%，扣非后归母净利润 92.5 亿/+0.9%。业绩增长前高后低，Q1/Q2/Q3 营收分别同增 20%/-3% /-3%，归母净利润同增 51%/-1%/-11%，扣非净利润同增 18%/-6%/-4%；个股中国国旅剥离国旅总社、科锐国际新增 Investigo 并表、宋城演艺六间房出表对板块整体业绩带来一定扰动。

图 11：社服板块整体营收规模（亿）及增速



数据来源：Wind，东北证券

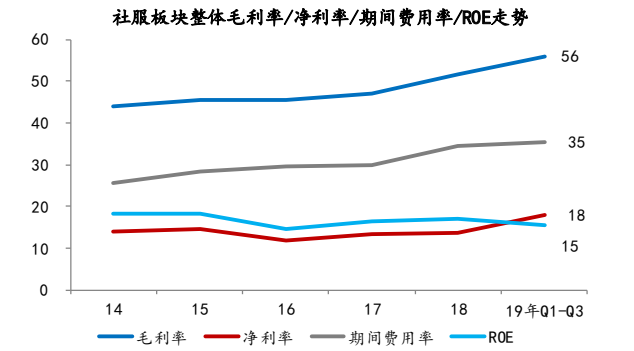
图 12：整体扣非归母净利润规模（亿）及增速



数据来源：Wind，东北证券

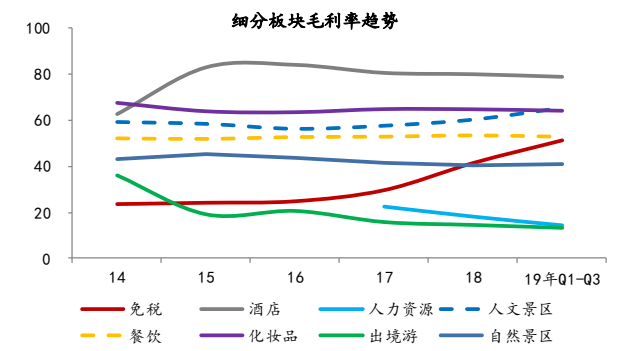
盈利能力稳中有升。19 年前三季度社服板块整体毛利率 56.1%/+3.5 pct，期间费用率 35.3%/+1.9 pct，净利率 18.0%/+2.8 pct，ROE 15.5%/+1.1 pct。毛利率提升主要是免税贡献，受益于剥离低毛利的国旅总社业务以及免税采购渠道整合后规模效应初显，板块毛利率大增 9.8 pct 至 51.2%。期间费用率提升主要是免税机场新扣点政策影响（期间费用率大幅提升 7.0 pct）。净利率上升主要是人文景区、免税和化妆品贡献，分别上升 8.9 pct/3.9 pct/2.9 pct，其中人文景区主要是宋城演艺六间房出表确认投资收益影响。ROE 方面，免税板块 19 年前三季度达到 23.5%，人力资源/人文景区/餐饮/化妆品居中，分别为 14.8%/13.0%/11.9%/13.6%，酒店/出境游/自然景区分别 6.5%/4.5%/5.5%。

图 13：社服整体毛利率/净利率/期间费用/ROE



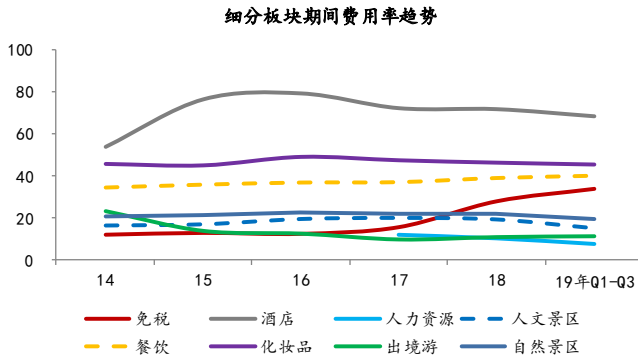
数据来源：Wind，东北证券

图 14：细分板块毛利率趋势



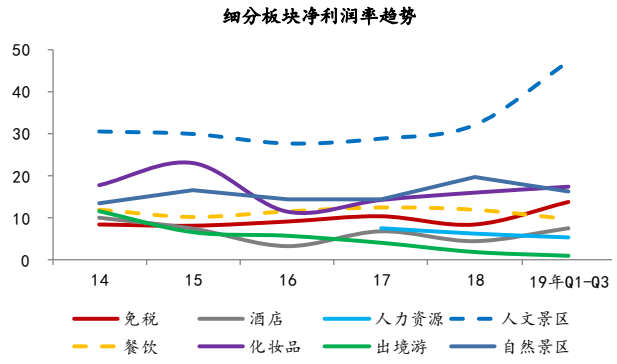
数据来源：Wind，东北证券

图 15：细分板块期间费用率趋势



数据来源：Wind，东北证券

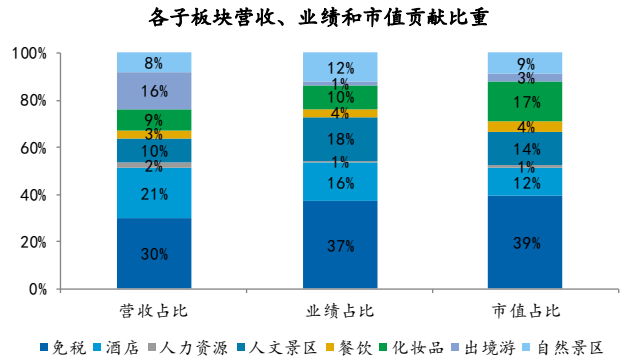
图 16：细分板块净利润率趋势



数据来源：Wind，东北证券

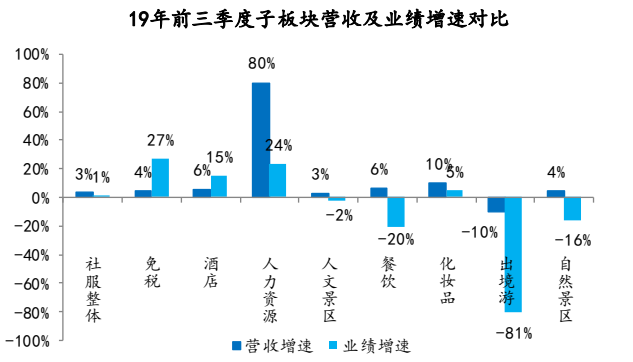
细分板块表现分化，免税/人力资源增长强劲，酒店/化妆品相对稳健，景区/餐饮/出境游业绩下滑。收入端，各细分板块增速相对平稳/同增 3%-10%，出境游板块现负增长（-10.3%）。扣非归母净利润端，19 年前三季度免税/人力资源/酒店/化妆品分别同增 26.9%/23.5%/15.2%/4.6%，人文景区/自然景区/餐饮/出境游分别下滑 2.3%/15.9%/20.3%/80.7%。免税（中国国旅）受国旅总社出表影响表观营收增速放缓、剔除相关影响免税运营营收同增 40%；人力资源（科锐国际）新增 Investigo 并表增厚业绩，剔除相关影响公司前三季度内生归母净利润同增 14%；人文景区中，宋城演艺受六间房出表影响，业绩有所扰动，前三季度公司演艺主业营收同增 18%、扣非净利润同增 20%。

图 17：各子板块营收、业绩和市值比重



数据来源：Wind，东北证券

图 18：19 年前三季度子板块营收及业绩增速

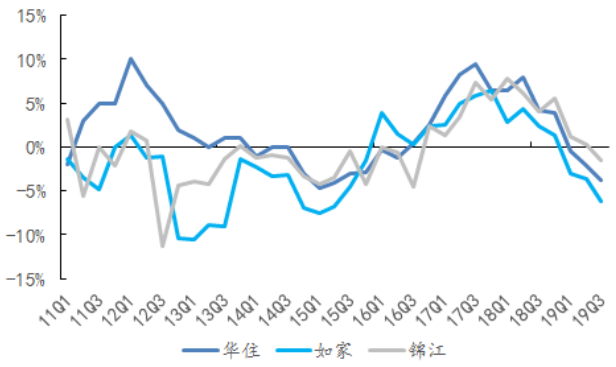


数据来源：Wind，东北证券

免税：仍然维持高景气度。免税占社服板块营收比重 30%/利润比重 37%/市值比重 39%。19 年前三季度营收为 355.8 亿/+4.3%，归母净利润为 42.0 亿/+55.1%，扣非净利润为 34.2 亿/+26.9%，营收增速低于利润增速主要由于国旅总社从 2 月起出表所致，非经常性损益来自剥离国旅总社确认的投资收益。免税行业景气度依然较高，据海口海关披露，19 年前三季度离岛免税销售金额为 92.6 亿/+28.4%，其中三亚海棠湾/海口美兰机场/日月广场/博鳌东屿岛免税店分别销售 70.5 亿/16.2 亿/5.4 亿/0.5 亿。国旅整合海免后离岛免税市场将释放利润弹性，叠加市内免税政策落地将近，有望穿越周期。

酒店：经营数据探底，短期业绩承压。酒店占社服板块营收比重 21%/利润比重 16%/市值比重 12%。19 年前三季度营收为 255.0 亿/+5.7%，归母净利润为 17.1 亿/+1.0%，扣非后归母净利润 15.1 亿/+15.2%。宏观经济增速放缓&中美贸易战影响下，商旅需求疲弱致酒店入住率持续下行，酒店 RevPAR 增速探底，龙头业绩承压；但下行期中酒店龙头加速开店，看好其长期成长空间。

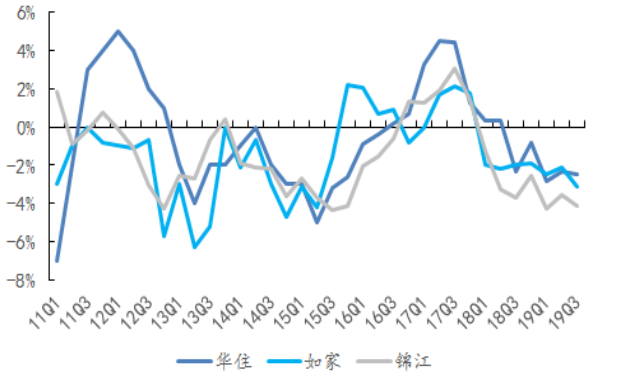
图 19：TOP3 酒店集团同店 RevPAR 增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

注：锦江为全部门店数据，2017 年前为锦江系门店数据，2017 年后为锦江整体门店数据。

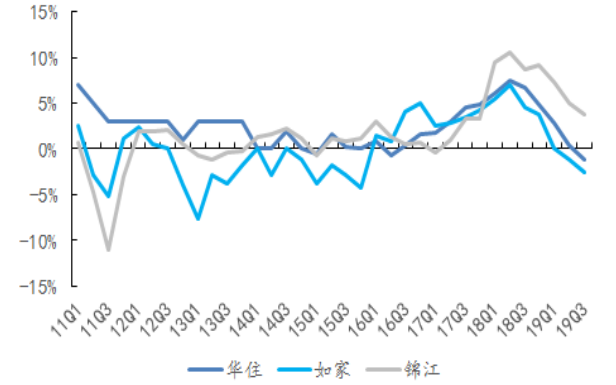
图 20：TOP3 酒店集团同店入住率增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

注：锦江为全部门店数据，2017 年前为锦江系门店数据，2017 年后为锦江整体门店数据。

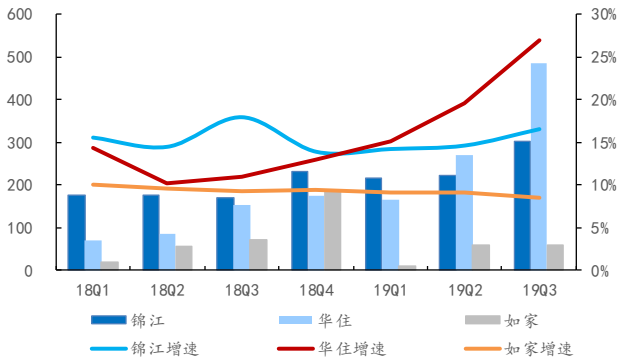
图 21：TOP3 酒店集团同店平均房价增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

注：锦江为全部门店数据，2017 年前为锦江系门店数据，2017 年后为锦江整体门店数据。

图 22：TOP3 酒店集团开店数量及增速对比



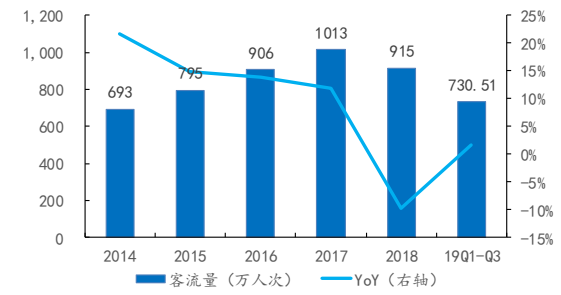
数据来源：公司公告，东北证券

人力资源：灵活用工高速增长，猎头和 RPO 业务承压。19 年前三季度营收为 26.2 亿/+80.1%，归母净利润为 1.1 亿/+24.8%，扣非后归母净利润 1.0 亿/+23.5%；剔除 Investigo 新增并表影响，公司前三季度归母净利润同增 14%。宏观经济下行压力下，19 年招聘行业整体增长承压，猎聘/前程无忧/科锐国际/万宝盛华的猎头相关招聘业务增速均在下行。但灵活用工依然保持高景气度&高增长，19 年前三季度科锐国际灵活用工内生增速超过 60%，19H1 万宝盛华灵活用工增速超过 30%。灵活用工的本质为帮助企业解决用工弹性，减轻后台人力资源部门压力，规避劳动纠纷&用工

风险。目前国内灵活用工渗透率较低，灵活用工人数/总体就业人数为 0.17%，相比美国 10%/日本 4%/欧盟 3%的渗透率仍有很大提升空间。参考海外路径，在经济趋势不确定、人工成本上涨、用工规范趋严下，企业将在用工问题上精打细算，提升对灵活用工的需求。

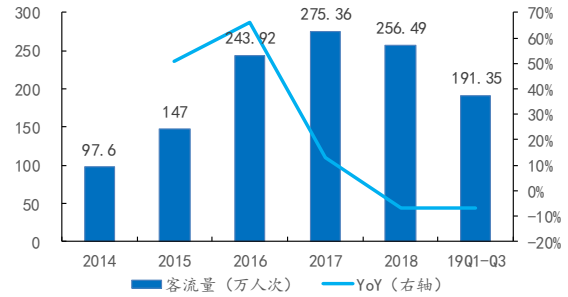
人文景区：宋城稳健增长，乌镇客流回暖，古北客流降幅收窄。19 年前三季度人文景区板块营收 124.1 亿/+2.9%，归母净利润为 20.0 亿/+6.5%，扣非后归母净利润 17.0 亿/-2.3%；扣非业绩下滑主要为宋城演艺受六间房出表影响，中青旅受人工成本增加和古北水镇客流承压影响。**宋城演艺**：19 年前三季度杭州本部和三亚项目保持平稳；丽江项目受益于当地旅游市场回暖提振，收入增速超 30%；桂林项目表现超预期，日均 3 场左右；张家界 6 月底开业后市场反馈良好，日均达到 3.7 场。**中青旅**：乌镇客流重回正增长，单季接待游客 285 万人/+5.7%，延续此前的回暖趋势；古北水镇客流下降 4%，受益于暑期主题活动推广客流降幅收窄，门票降价 10 元压力下，古北通过产品&服务升级缓解客单压力。

图 23：乌镇景区客流量及增速



数据来源：公司公告，东北证券

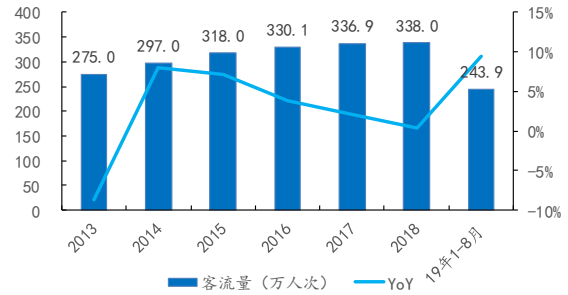
图 24：古北水镇景区客流量及增速



数据来源：公司公告，东北证券

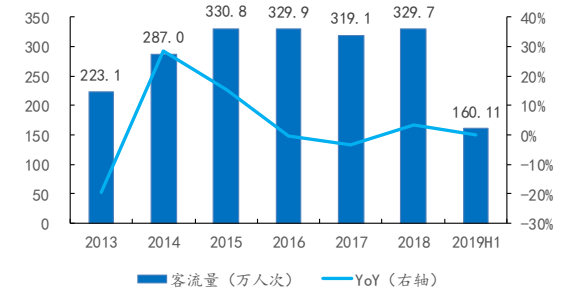
自然景区：门票降价影响较大，收入结构仍需多元化。19 年前三季度营收为 97.6 亿/+4.3%，归母净利润为 13.2 亿/-19.1%，扣非后归母净利润 11.4 亿/-15.9%。受门票降价影响，传统景区客单价下滑，利润端普遍承压；但由于去年 9-10 月份景区门票下降较多导致低基数，Q4 自然景区公司业绩有望边际改善。但整体来看，传统景区接待能力存在瓶颈且淡旺季客流差异明显制约其长远发展，需从经营层面积极改革以实现收入结构多元化&营销推广平衡淡旺季客流。

图 25：黄山景区客流量及增速



数据来源：黄山市统计局，东北证券

图 26：峨眉山景区客流量及增速



数据来源：公司公告，东北证券

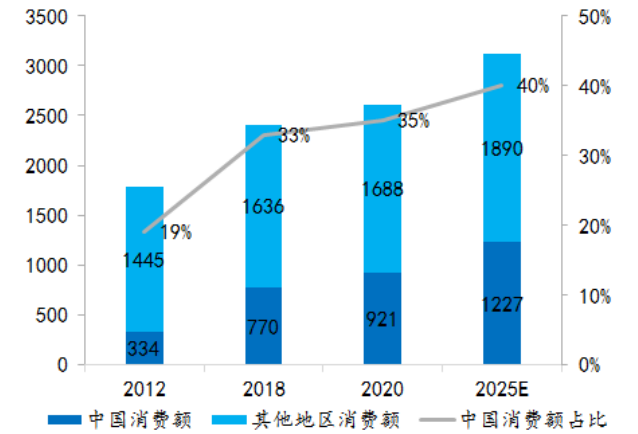
3. 投资策略：把握确定性，精选免税/化妆品/火锅/酒店龙头

面对宏观经济和外部环境不确定性，建议自上而下优选高景气度&穿越周期品种，推荐政策扶持、供给优化驱动需求释放的免税龙头，以及行业量价齐升红利下、主动进击的国货化妆品龙头；自下而上精选自身处在开店扩张周期的火锅龙头，以及低估值、周期成长属性、具备长期投资价值的酒店龙头。

3.1. 免税：市内店预期强化，供给改善推动需求持续释放

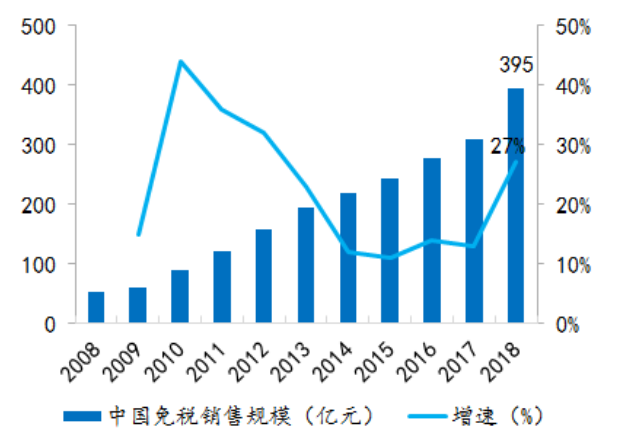
消费回流大趋势下免税政策仍存开放空间。2018 年中国消费者买走全球 38%（7700 亿人民币）的奢侈品，但其中超过 70%的消费发生在国外。近年来国家引导海外消费回流态度坚定，免税品市场与奢侈品市场的销售品类/目标受众/购买渠道重合度高，因此免税行业将承担吸引国人消费回流的重任。伴随政策扶持，中国免税销售额 15-18 年 CAGR 19%；但从绝对额看，2018 年国内免税销售额 395 亿元，仅占全球份额 7.6%；与韩国相比差距显著，2018 年韩国免税销售额 172 亿美元/+35%/占全球份额 22%，其中 50%+为中国人贡献。未来免税政策限制有望逐步放宽（提额度/扩品类/增渠道），伴随免税供给端的不断优化，国人免税需求将持续释放。

图 27：中国为最大奢侈品消费国（十亿人民币）



数据来源：贝恩咨询，东北证券

图 28：中国免税市场规模及增速



数据来源：generation research，商务部，东北证券

中免重启多地市内店，国人市内店政策呼之欲出。相比机场免税店，市内免税店对于消费者而言购物时间&空间更加灵活，对于运营商而言租金方面优势明显，能够更多地返利给渠道和消费者。2019 年 5 月，青岛/厦门/大连/北京市内店相继开业，8 月上海市内店于陆家嘴开业，不同于此前开设的四家市内店，上海市内免税店除对出境外国人开放购买、离境前机场提货外，也向国人提供“市内预定、机场提货”服务，此为近期政府对传统市内免税店政策的重要调整。市内免税店向国人开放预期不断强化，若政策落地将助力海外消费持续回流，中免盈利空间进一步打开。

对标韩国市内免税店，我国市内免税潜力巨大。2009-2018 年韩国免税销售额复合增速达 21%，其市内免税消费占比呈逐年攀升态势，2018 年达 84%（不含离岛免税）。韩国市内免税政策相对宽松，消费人群覆盖本国&外国居民，出境/入境免税限额分别 3000 美元/600 美元，且不限次数。2018 年韩国国民/国外旅客免税消费额分别为 36 亿美元/136 亿美元，近 9 年 CAGR 分别为 11%/27%，海外游客为韩国免税市场

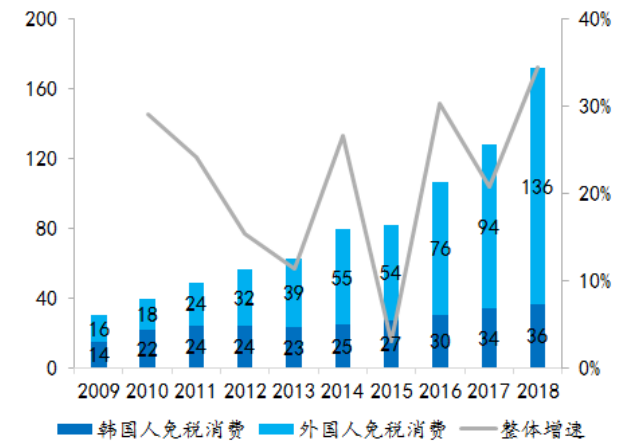
主要消费动力。对标韩国，我国市内免税业还处于起步阶段，未来伴随政策放宽，我国市内免税潜力巨大。

表 1: 相关免税政策梳理

时间	政策发布机构	具体内容
2000 年 1 月	财政部《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	对免税商品销售业务实施垄断经营和集中统一管理，开办市内免税店、设立出境口岸免税品分公司、免税店和外交人员免税店，由中免总公司申请，国家旅游局、海关总署、国税总局审批，地方政府、海关无权审批，由中免总公司统一对免税商品谈判、询价、签约。
2004 年 12 月	财政部《免税商品特许经营费缴纳办法》	免税商品经营企业按年销售收入（额）1%向国家上缴特许经营费，包括：中免总公司、深免、珠免、中国中旅、中出服总公司、上海浦东国际过场免税店及其他经营或代理销售免税商品的企业。
2005 年 11 月	海关总署《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	经营单位设立免税商店，应向海关总署提出书面申请。口岸免税商店的销售场所应设在口岸隔离区内；运输工具免税商店的销售场所应设在从事国际运营的运输工具内；市内免税商店的销售提货点应设在口岸出境隔离区内。
2011 年 2 月	财政部《关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告》	为推进海南国际旅游岛建设，经国务院批准，决定在海南省开展境外旅客购物离境退税政策试点。离境退税政策是指对境外旅客在退税定点商店购买的随身携运出境的退税物品，按规定退税的政策。
2011 年 3 月	财政部《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》；海关总署《关于海南省离岛旅客免税购物监管事宜》	离岛免税政策适用年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民，免税商品限定 18 种，非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次，每人每次免税购物金额为人民币 5000 元以内。
2012 年 10 月	财政部《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》；海关总署《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管暂行办法》	将海南离岛免税政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁，增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类免税商品品种，免税品种扩大至 21种，将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元
2014 年 1 月	海口海关	**海口海关试点实施“即购即提，先征后退”和“特殊情况下，邮寄离岛”两种新的购物提货模式。**简化邮轮旅客出入境申报手续，采取提前登轮联检、旅客舱单提前申报和旅行团集中申报等方式，缩短邮轮靠港时间和旅客通关时间
2014 年 8 月	国务院《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	扩大旅游购物消费。**在具备条件的口岸可按照规定设立出境免税店，优化商品品种，提高国内精品知名度**。研究完善境外旅客购物离境退税政策，将实施范围扩大至全国符合条件的地区。
2015 年 1 月	财政部《关于实施境外旅客购物离境退税政策的公告》	**在全国符合条件的地区实施境外旅客购物离境退税政策**，北京、上海（2015.7），天津、辽宁、安徽、福建、厦门、四川（2016.1），陕西（2016.4），黑龙江（2016.8），河南（2017.3）。
2015 年 3 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	**增加免税品种类**，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 11 种热销商品的单次购物数量限制。
2015 年 8 月	国务院《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点。**适度增设口岸进境免税店。符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策。**
2016 年 1 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整免税购物限额管理方式，**对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额从 8000 人民币调整为 16000 元人民币。**同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2016 年 2 月	财政部《口岸进境免税店管理暂行办法》	决定增设和恢复口岸进境免税店，在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2017 年 1 月	财政部《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	**将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。**政策适用对象将由“乘飞机离岛旅客”扩大到“乘火车离岛旅客”。
2017 年 12 月	海南省人民政府办公厅《海南省旅游发展总体规划(2017-2030)》	优化免税购物政策。提升限额，扩大免税商品品种，优化离岛免税店布局，选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店；争取引入国际优秀免税运营商。支持互联网免税平台建设。
2018 年 4 月	中共中央、国务院《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	**实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。**

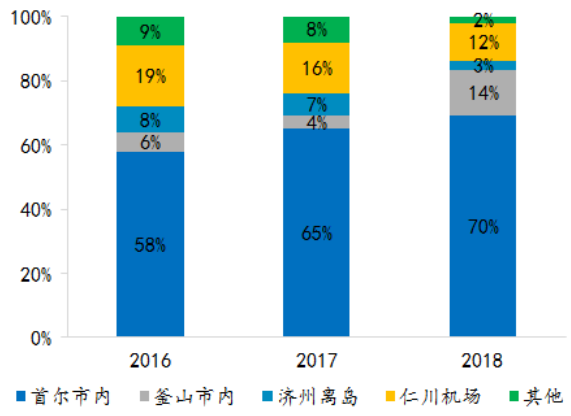
数据来源：政府网站，东北证券

图 29：韩国免税市场规模及增速（亿美元）



数据来源：东北证券，Generation Research

图 30：韩国市内免税消费占比高于机场免税



数据来源：韩国免税协会，东北证券

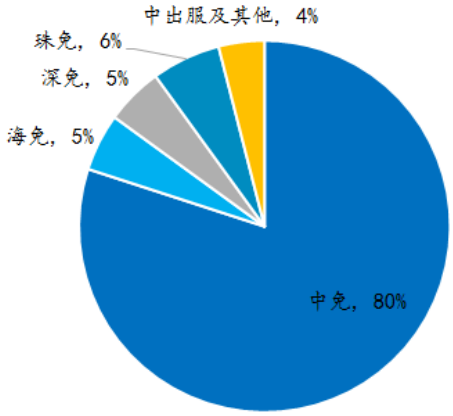
表 2：韩国市内免税政策梳理

	离境	入境
目标群体	前往韩国以外地区的本国及外国人员	入境韩国的本国及外国人员
购买次数	不限次数	不限次数
免税额度	3000美金（约2万人民币）	600美金（约4025元人民币）
免税品件数	限购50件香化类商品、10件手表箱包	酒类1瓶、香烟1条、香水60ml

数据来源：韩国海关总署，东北证券

中免一家独大，有望充分受益海外消费回流红利。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策，各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。**我国目前共有 7 家获得免税业牌照的企业：**分别为中免、日上免税行（已被中免收购）、海免（拟注入中国国旅）、珠免、深免、中出服、中侨免税；其中中免是唯一经国务院授权在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。根据 Moodie 统计，国旅旗下中免+日上合计市占率接近 80%，后续待海免正式注入国旅，中免市占率将进一步提升。免税巨头强强联合，中免集团一家独大市场格局已然形成，将坐享行业发展&政策红利。

图 31：2018 年国内免税运营商竞争格局（估算）

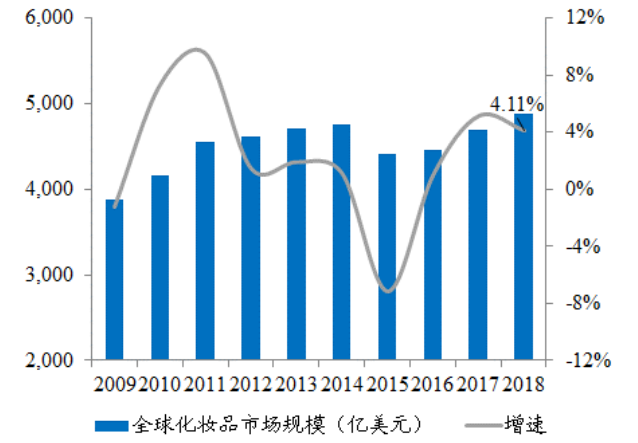


数据来源：商务部，穆迪报告，东北证券

3.2. 化妆品：行业尚在成长期，静待国货龙头崛起

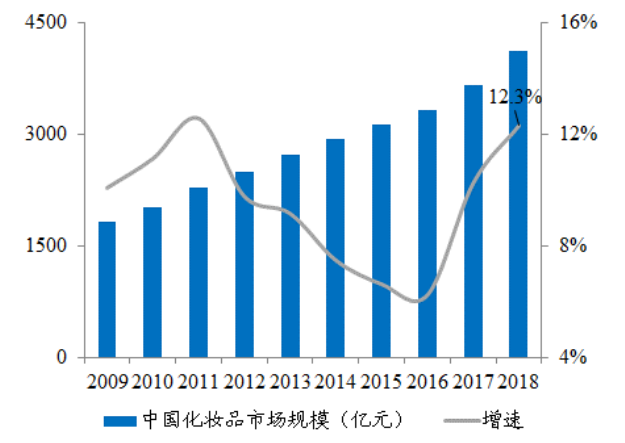
我国为化妆品第二大消费国，增速领跑全球。2009-2018 年，全球美护市场规模由 3872 亿美元增长至 4883 亿美元/CAGR 2.6%，其中美国作为全球最大的化妆品消费国市占率达 18.3%，但由于市场发展相对成熟，近十年 CAGR 仅 3.3%。中国美护市场规模由 2009 年的 1817 亿元翻倍增长至 2018 年的 4105 亿元/CAGR 9.5%，增速领跑全球。TOP 10 化妆品消费国中，印度和韩国等新兴市场也表现亮眼，而日本、法国、意大利等成熟市场现负增长，其他主要市场增长相对平稳。

图 32：2009-2018 年全球化妆品市场规模及增速



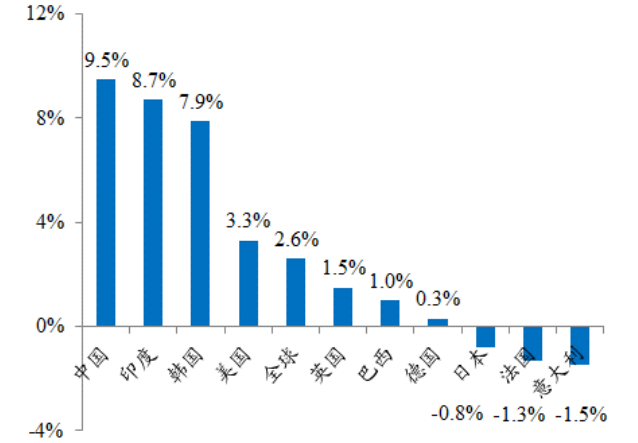
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 33：2009-2018 年中国化妆品市场规模及增速



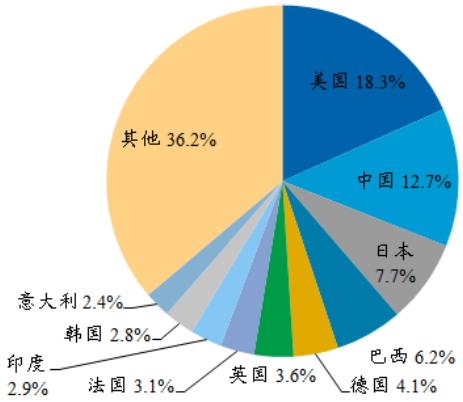
数据来源：Euromonitor，东北证券

图 34：2009-2018 年 TOP10 化妆品消费国 CAGR



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 35：2018 年 TOP10 化妆品消费国市场份额

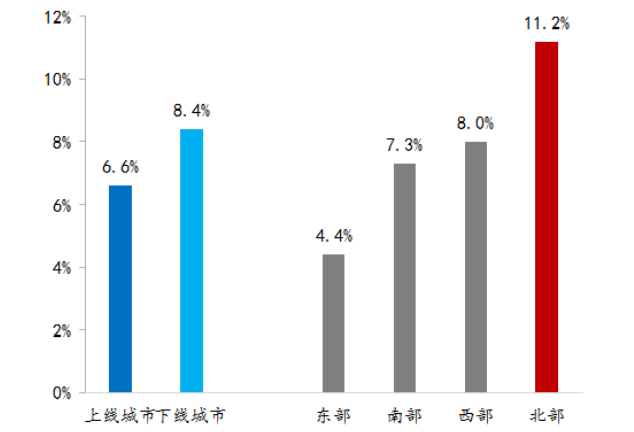


数据来源：Euromonitor，东北证券

国内化妆品行业具成长属性，成长空间来自量价提升&渠道红利。(1)提量：低线城市渗透率提升&消费人群低龄化趋势&男性消费群体崛起拓宽行业受众。全民消费升级带动下，低线城市及偏远地区化妆品渗透率不断提升，2017 年低线城市及北部地区化妆品消费额增速分别为 8.4%/11.2%，远超经济发达的一二线城市和东部地区，未来消费潜力有望持续释放。另一方面，化妆品消费年轻化趋势愈加明显，天猫数据显示，2018 年天猫美妆消费人群中 90 后为主力，占总人数的 50.8%，00 后的消费占比也达到 6%。微博中心数据显示，2018 年使用微博关注美妆领域的 90 后、

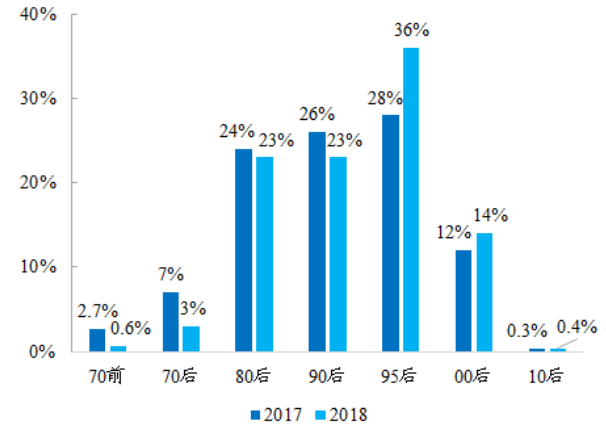
00 后占比达 73%，其中 95 后占比由 2017 年的 28%升至 2018 年的 36%，年轻用户对化妆品兴趣度的提升拉动化妆品消费增长。此外，我国男性护肤品市场规模从 2010 年的 13.10 亿元增长至 2017 年的 52.93 亿元，复合增速达 22.2% 。《2018 微博彩妆行业白皮书》显示微博彩妆人群中男士占比已达 42%，男性彩妆消费人群增速已超过女性，男性已成为不可忽视的消费力量。

图 36：2017 年分城市/区域美妆个护消费额增速



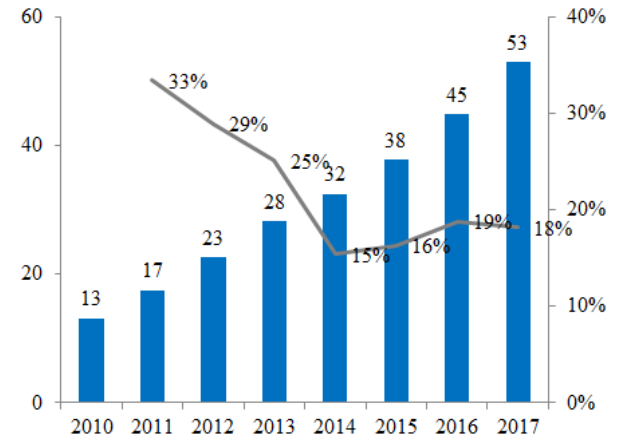
数据来源：凯度，东北证券

图 37：微博美妆关注人群年龄分布



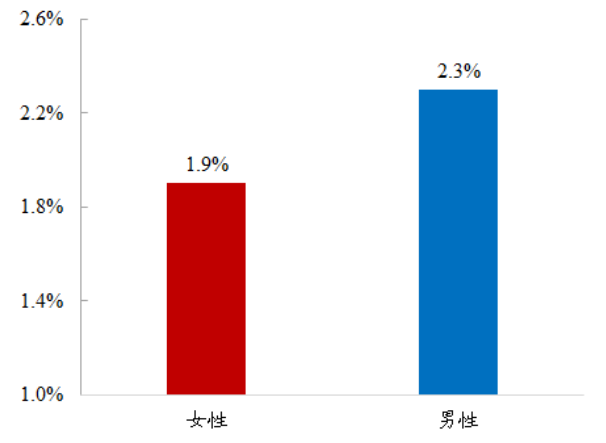
数据来源：《天猫 2019 年颜值经济报告》，东北证券

图 38：2010-2017 年男士护肤品市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，东北证券

图 39：2018 年不同性别彩妆人群增速



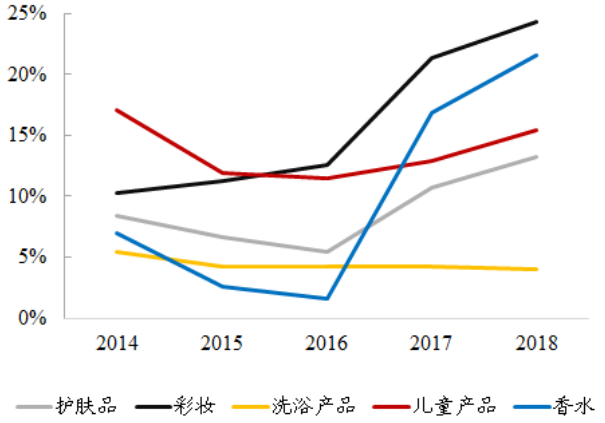
数据来源：《天猫 2019 年颜值经济报告》，东北证券

(2) 提价：消费升级驱动下，化妆品消费向多品类、高端化、高单价靠拢。颜值经济时代，消费者逐渐由基础护肤向完整护肤和美妆步骤进阶，产品使用逐步丰富，其中彩妆增速一骑绝尘，多品类叠加拉动人均消费提升。随着人均收入提高，消费者对高端化妆品消费意愿提升，我国高端市场增速由 2016 年的 11%提升至 2018 年的 28%，期间高端市场份额提升 7pct 至 30%，同期大众产品仅保持个位数增长，二者的增速剪刀差迅速扩大。对比亚洲邻国，日本与韩国的高端市场份额接近 50%，远高于我国当前水平，我国高端市场仍有较大发展空间。

图 40：化妆品消费链条不断延长

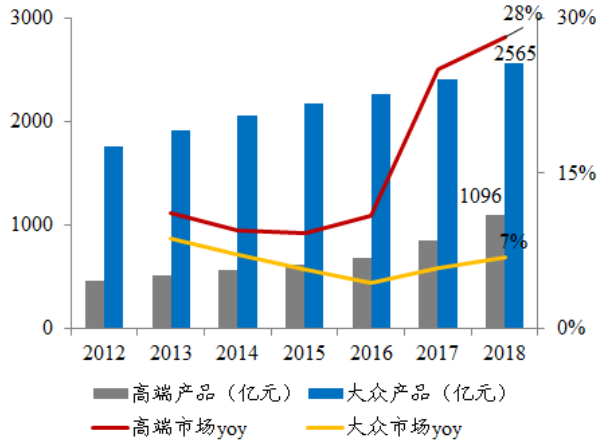
数据来源：凯度，东北证券

图 41：彩妆增速一骑绝尘



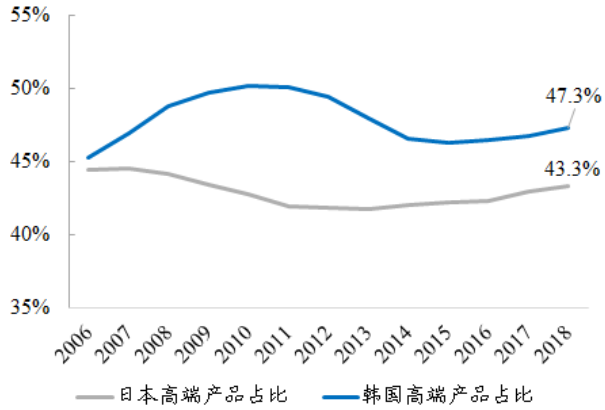
数据来源：凯度，东北证券

图 42：高端化妆品增速显著快于大众产品



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 43：日韩高端化妆品占比超 40%



数据来源：Euromonitor，东北证券

(3) 电商崛起：加速渠道下沉，提升化妆品渗透率。化妆品因其标准化特性，与电商渠道契合度较高，在互联网狂潮下迎来爆发式增长。在电商普及之前，化妆品线下渠道主要布局在大城市，虽然 CS 店逐步向三四线城市扩张，但大部分城镇和农村购买渠道和产品供应依然有限。电商的兴起扩大了消费者覆盖面，丰富了消费者选择。当前线上渠道已不仅是交易渠道，更是品牌商的产品展示渠道和消费者沟通渠道，本质上，电商渠道将行业原来 2B（经销商）变革为现在直接 2C（终端客户）的模式，未来行业规模仍有提升空间。

竞争格局：高端市场被海外垄断，大众护肤本土品牌占优势。（1）从品牌角度看，2018 年中国化妆品市场仅有百雀羚、自然堂和韩束三大国产品牌入围市占率前十榜单。分品类看，高端市场被海外品牌垄断，兰蔻、雅诗兰黛、资生堂等高端品牌主要布局百货、天猫旗舰店和旅游免税渠道，牢牢占据高端市场竞争优势。而大众市场是本土品牌的主战场，近年来，本土品牌不断发力，依托化妆品专营店起家，线下经销为主，基础牢靠，逐步布局电商，利用新媒体营销，进步显著。

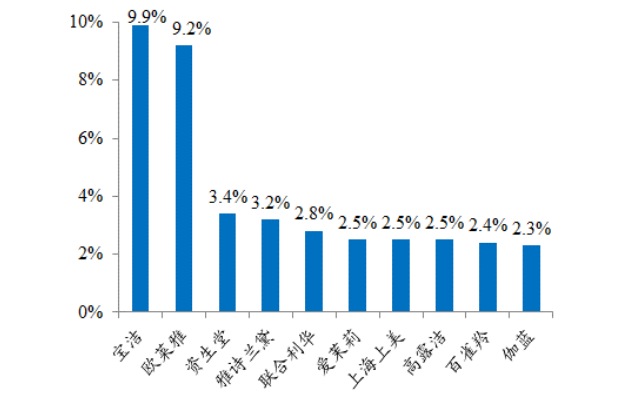
表 3: 2018 年我国各品类化妆品 TOP10 品牌市占率

排名	整体		大众护肤		高端护肤		洗护	
1	巴黎欧莱雅	3.0%	巴黎欧莱雅	3.0%	兰蔻	1.9%	海飞丝	2.0%
2	百雀羚	2.4%	百雀羚	2.4%	雅诗兰黛	1.7%	飘柔	1.4%
3	海飞丝	2.0%	自然堂	1.9%	迪奥	1.2%	黑人	1.2%
4	自然堂	1.9%	Olay	1.8%	SK-II	0.8%	佳洁士	1.1%
5	兰蔻	1.9%	玫琳凯	1.8%	资生堂	0.5%	高露洁	1.0%
6	Olay	1.8%	韩束	1.4%	香奈儿	0.5%	潘婷	0.9%
7	玫琳凯	1.8%	悦诗风吟	1.8%	YSL	0.5%	舒肤佳	0.9%
8	雅诗兰黛	1.7%	一叶子	1.1%	后	0.5%	舒客	0.8%
9	韩束	1.4%	完美	1.1%	海蓝之谜	0.4%	清扬	0.6%
10	飘柔	1.4%	萃雅	1.0%	CPB	0.4%	隆力奇	0.6%

数据来源：Euromonitor，东北证券
注：灰底为中国品牌

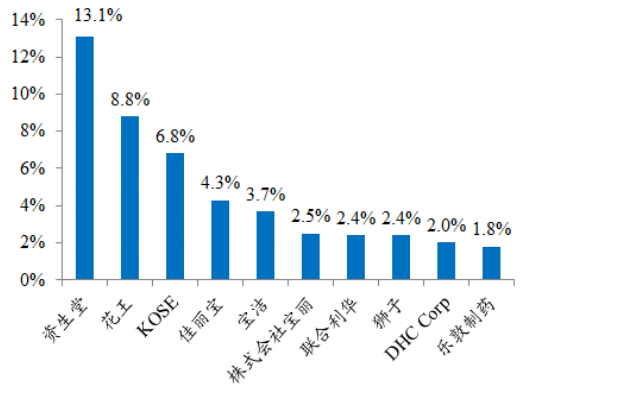
（2）从公司角度看，中国化妆品市场依然由海外跨国公司主导。海外龙头品牌矩阵完善，历史积淀深厚，有较强的口碑和消费者信赖度，易享受品牌溢价；国内企业品牌矩阵单薄且培育时间短，议价权较弱。参考日韩市场，2018 年日本化妆品市场 TOP 4 均为日本本土企业，合计市占率达 33%；韩国化妆品市场 TOP 2 均为韩国本土企业，合计市占率高达 39%；中国市场本土龙头企业市占率均在 2%-2.5%之间，不论市场地位还是市场占有率均有较大的提升空间。本土公司可借鉴外资经验，打造完善的多品牌、多品类矩阵，全面覆盖各价格区间和各消费群体，抢占行业高增长红利，实现业绩稳定增长。

图 44: 2018 年中国市场化妆品公司市场率



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 45: 2018 年日本市场化妆品公司市场率



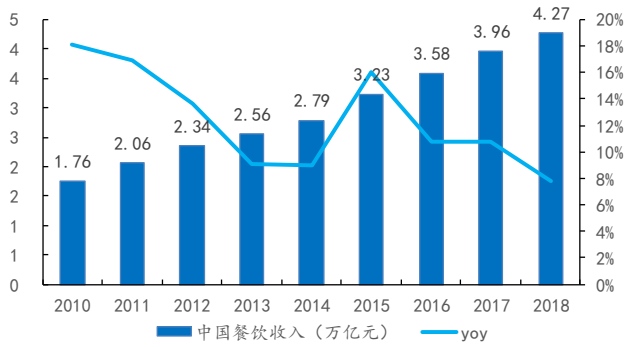
数据来源：Euromonitor，东北证券

行业高速成长期，配置价值高。目前我国化妆品公司估值在 30-55X，对应国际 30-50X 估值相对较高，但考虑到国内化妆品行业尚处在成长期，且 A 股化妆品标的稀缺，龙头公司应享有一定溢价。建议关注：丸美股份（丸美东京高端系列强化品牌力，中高端市场优势突出）；珀莱雅（通过平台优势完善品牌矩阵，具备强大社媒营销能力）。

3.3. 火锅：优质赛道，兼具成长和抗周期属性

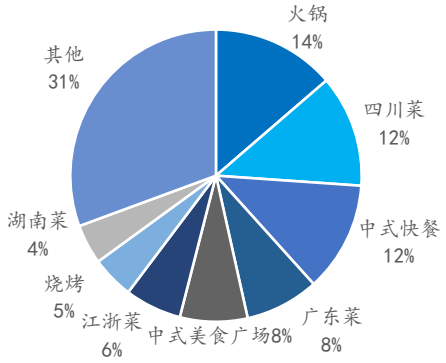
中国餐饮行业规模大且增速快，细分品类中火锅市占率最高。2018 年中国餐饮行业的规模超过 4 万亿元，2010 年以来的年化复合增速为 11.7%。受益于城镇化率提高、人均可支配收入上升和生活节奏加快导致在家做饭减少，中国餐饮行业受宏观经济的影响不大，根据弗若斯特·沙利文测算预计 2019-2022 年餐饮行业 CAGR 为 9.6%。从细分品类看，火锅市占率最高/占比达到 14%，其次是四川菜、快餐、广东菜等。

图 46：中国餐饮行业收入和增速



数据来源：国家统计局，东北证券

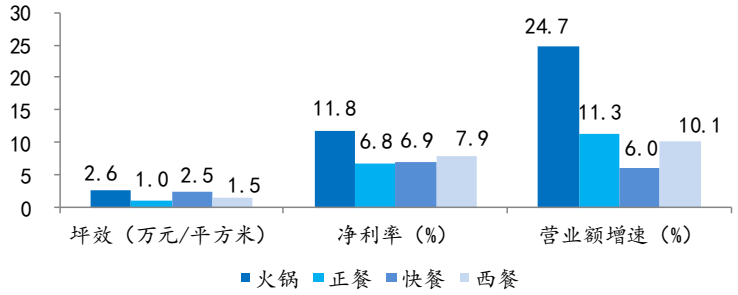
图 47：中式餐饮细分品类



数据来源：弗若斯特 • 沙利文，东北证券

火锅是中国餐饮行业最佳赛道，具有标准化、个性化、社交属性和成瘾性四大特征。中国餐饮行业中火锅市占率第一，火锅的盈利能力遥遥领先，其坪效、净利率和营收增速都高于其他业态，是最适合连锁化经营的赛道。火锅行业具有四大特征：（1）标准化：火锅不依赖厨师，锅底、蘸料、食材容易标准化，适合连锁化扩张。（2）个性化：锅底和食材选择余地较多，蘸料根据个人口味可以自由调节，满足国内大部分人的用餐需求。（3）社交属性：在用餐过程中，顾客需要频繁的涮煮，用餐互动性更强，使用手机的频率更低，社交属性较强。（4）成瘾性：火锅的重油、重辣等特点相对容易上瘾。

图 48：火锅与餐饮其他业态盈利能力对比

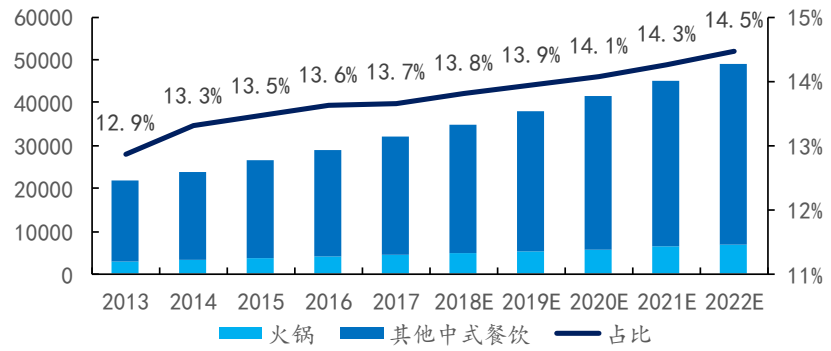


数据来源：中国产业信息网，东北证券

人均可支配收入增加+城镇化率提升，火锅行业未来 5 年 CAGR 预计达到 10.2%。2013-2017 年火锅市场 CAGR 为 11.6%，增速高于中餐，因此火锅品类的市占率持续提升，从 2013 年的 12.9%提升到 2017 年的 13.7%。根据弗若斯特·沙利文测算，预计火锅行业 2018 到 2022 年的 CAGR 为 10.2%。中国火锅餐厅的数目也从 2013 年的 40.6 万家增加至 2017 年的 60.1 万家，预计 2022 年将增加到 89.6 万家。按城

市看，2013 年到 2017 年一线城市火锅行业的增速为 12.4%，高于其他城市的 11.5%。虽然一线城市火锅行业增速较快，但是总体市占率仅 9.5%，其他城市仍然有非常大的火锅市场。随着人均可支配收入增加和城镇化率提升，非一线城市的外出用餐需求也在不断提升。

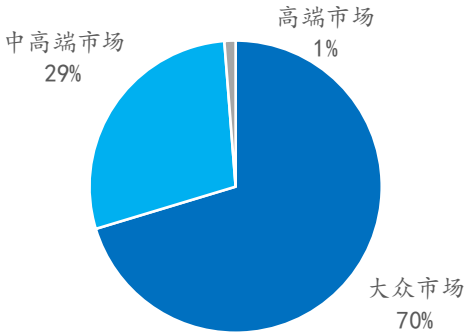
图 49：火锅行业收入及占比



数据来源：国家统计局，弗若斯特 • 沙利文，东北证券

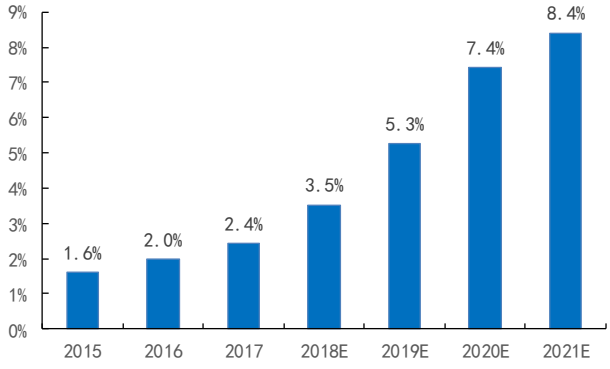
火锅日趋中高端化，行业集中度有待提升。按照客单价划分，火锅市场可以分为大众市场、中高端市场和高端市场，客单价分别为 60 元以下、60-200 元、200 元以上。其中大众市场占比最高（70%），中高端火锅市场的增速最快，2013-2017 年的 CAGR 为 13.9%，高于高端市场的 11.4%和大众市场的 10.7%。此外，火锅行业集中度较低，2018 年火锅 CR5 市占率仅为 7%。海底捞自 2015 年以来就是行业第一，近年来公司门店扩张加速，市占率迅速提升，2018 年市占率达到 3.2%。预计 2021 年海底捞在火锅行业的市占率将提高到 8.4%，在整个中餐行业的市占率将提高到 1.2%。

图 50：火锅行业各类别占比



数据来源：弗若斯特 • 沙利文，东北证券

图 51：2015 年以来海底捞市占率



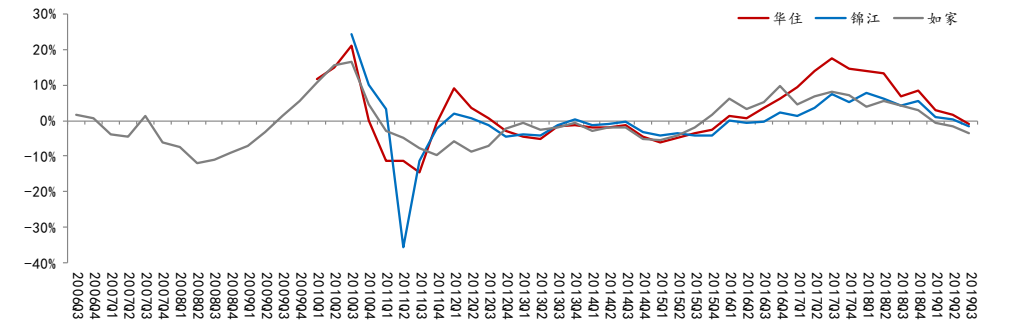
数据来源：海底捞公司公告，东北证券

餐饮行业快速发展，火锅龙头大有可为。城镇化率提高+人均可支配收入提升+外出就餐增加，餐饮行业未来有望保持 10%的复合增长，细分品类中火锅市占率第一。海底捞作为火锅行业绝对龙头，其经营业绩大幅高于同行，且在门店快速扩张的情况下依然保持单店经营业绩提升。海底捞未来业绩增长主要来自于门店扩张，预计公司的最优门店规模为 1700 家，还有 3 倍的提升空间。预计到 2025 年，公司的开业门店数量为 1631 家，营收达到 905 亿元，净利润达到 100 亿元，与当前百胜集团相当，具备长期投资价值。

3.4. 酒店：行业持续探底，龙头价值显著

酒店行业具有强周期性，行业景气指标入住率与 PMI 强相关。本轮酒店复苏周期始于 2015 年底，在供给结构优化、需求企稳回升的背景下，中国酒店行业开启了新一轮景气周期；18Q3 以来，受宏观经济/消费下行压力以及高基数的影响，酒店经营数据增速持续回落，19Q1 三大酒店龙头同店 RevPAR 增速转负。短期看，宏观经济&贸易战压力下需求端依然低迷，行业处在探底&磨底阶段，伴随贸易战缓和&基数压力减弱，TOP 3 经营数据有望在 20H1 随经济企稳回升。

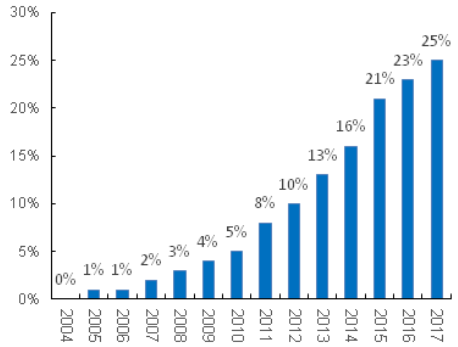
图 52：酒店龙头全部门店 RevPAR 增速对比



数据来源：公司公告，东北证券

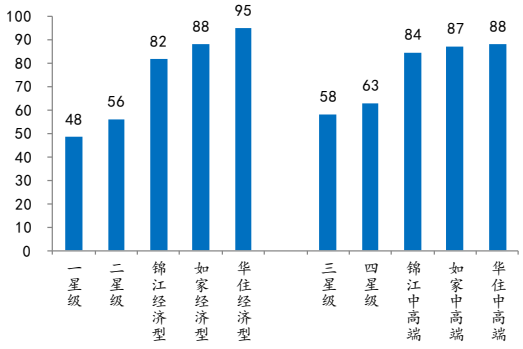
行业集中度在提升。目前国内酒店连锁化率 21%，美国 70%、欧洲 50%，国内连锁化率正在持续提升，单体酒店正加速加盟品牌连锁。为什么单体酒店过去选择单体经营，而现在愿意加盟到品牌连锁经营？近年来市场环境的几点变化：1）OTA 强势，携程整合去哪儿/艺龙后一家独大，议价能力提高，单体酒店 50%+依靠 OTA 导流，利润空间被挤压；2）租金&人工成本上涨，虽然在成本方面单体和加盟的差异不大，但成本上涨破坏了原有单体酒店的投资回报模型，其需要更强的收入来面对上行的成本,加盟品牌连锁带来收入端大幅提高（主要提高入住率，加盟入住率高于单体近 20 百分点）。整体来看，虽然加盟酒店需要支付给酒店集团品牌加盟费、渠道使用费，其整体费用率高于单体酒店，但是加盟酒店更加受益于品牌的议价能力（提升平均房价）和集团的导流能力（提升入住率）、加盟酒店收入大幅高于单体酒店，由此带来其投资回报模型的明显优化。

图 53：国内酒店连锁化率稳步提升



数据来源：Wind，东北证券

图 54：连锁酒店入住率 vs 星级饭店入住率



数据来源：公司公告，Wind，东北证券

酒店龙头壁垒强且成长空间确定，具备长期投资价值。壁垒：龙头品牌影响力、管理&会员体系的建立不是一朝一夕能完成的。品牌影响力：经过十余年积累，在消费者和加盟商中已经形成具有国民度的品牌，如汉庭/如家/锦江之星等；酒店品牌和品质把控需要通过重资产直营店建立，后续通过轻资产加盟店扩张，资金壁垒高。**中端优势**：中端酒店相对经济型而言壁垒更高，第一初始投入大（中端 2000 万 vs 经济型 500 万），第二优质物业有限（TOP 3 已经先发抢占优质物业），目前国内 TOP 15 的中端连锁酒店品牌一半以上为锦江/华住/首旅旗下，酒店龙头在中端领域先发优势明显。**管理体系**：包括 PMS/ERP 系统（前店后厂，集团给门店强大的管理支持）、店长的培育体系（确保快速开店中的人才供给）、规模优势（体现在采购和销售两端，采购端对装修/物耗等方面有议价能力，销售端对 OTA 有议价能力）。**会员体系**：TOP 3 龙头会员体量均在 1 亿+，直销占比超 80%+，给加盟商提供高效导流。

图 55：TOP 3 酒店集团多元化品牌体系

数据来源：东北证券

表 4：TOP20 中端酒店品牌半数归于 TOP3 酒店集团旗下

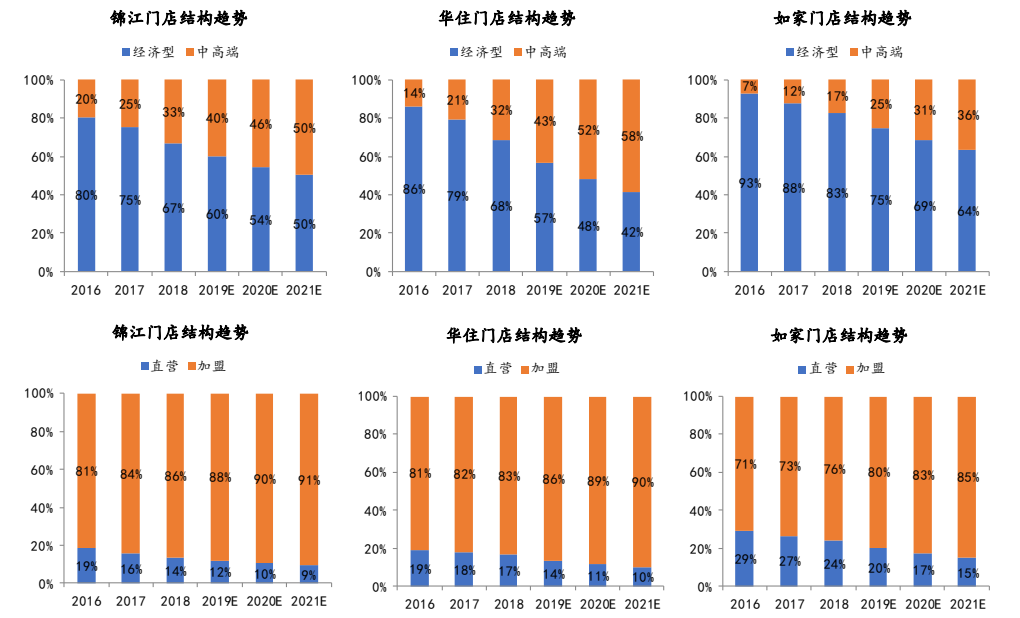
排名	中端品牌名称	所属集团	客房数	门店数
1	维也纳酒店	锦江	72454	461
2	全季酒店	华住	39664	284
3	亚朵酒店	亚朵生活	15600	104
4	麗枫酒店	锦江	15449	169
5	星程酒店	华住	13206	136
6	和颐酒店	首旅	11864	85
7	如家精选酒店	首旅	10840	100
8	南苑e家	青藤酒店集团	9343	123
9	山水时尚	中青旅山水酒店	6654	51
10	桔子精选	华住	6148	50
11	喆·啡酒舌	锦江	5922	63
12	锦江都城	锦江	5839	43
13	雅斯特酒店	雅斯特酒店集团	4636	54
14	富驿肘尚	富驿酒店集团	4345	43
15	首旅京伦	首旅	4317	20
16	桔子水晶	华住	3324	27
17	美豪酒店	美豪酒店集团	3116	23
18	君亭酒店	浙江君亭酒店管理股份有限公司	3023	19
19	开元曼居	开元酒店集团	2899	25
20	银座佳悦	银座旅游集团	2810	13

数据来源：中国酒店行业协会，东北证券

龙头成长空间来自量、价、轻资产扩张。提量：国内酒店进入存量整合阶段，单体酒店业主在成本（租金/人工）&费用（OTA 提价）上行压力下，有动力加盟品牌连

锁改善投资回报；TOP 3 酒店集团品牌/管理/会员优势明显，伴随连锁化率提升，整体房量将加速提升。弱周期中龙头以更低租金扩张&更低价格并购，蓄势等待拐点。**提价**：消费升级驱动下，TOP 3 加速中端门店拓展并积极推动经济型门店升级改造，长期看房价提升趋势明显。**轻资产扩张**：酒店龙头经过历年积累，已经进入轻资产扩张期，新开门店 90%+为加盟店，未来资本开支减少、利润率提升、波动率下降。

图 56：TOP 3 酒店集团门店结构持续优化



数据来源：公司公告，东北证券

酒店股估值与业绩均由 RevPAR 主导，容易出现戴维斯双击。估值由周期主导：复盘酒店龙头，其估值主要由酒店经营数据（入住率和 RevPAR）的边际变化主导，并且酒店先行指标入住率与 PE 的相关系数更强，入住率与 PMI 强相关。**业绩弹性大**：酒店成本 70%为固定成本，因此其业绩弹性主要由收入端的 RevPAR 增速拉动，RevPAR 增长 1%对应利润增速 7%-10%。目前 A 股酒店龙头已在历史估值底部，安全边际强，锦江&首旅估值底在 17-18X，估值顶在 30-35X，目前估值 17-19X，具备投资价值。

图 57：中外酒店估值对比

酒店名称	股票代码	PE				EV/EBITDA			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
万豪	MAR.O	24.40	21.68	19.63	17.67	16.34	15.00	14.19	13.47
洲际	IHG.L	18.95	20.04	18.73	17.20	18.70	14.42	13.64	12.80
希尔顿	HLT.N	25.60	25.37	22.75	20.46	15.58	15.73	14.81	14.02
温德姆	WH.N	26.16	16.79	15.30	13.82	12.18	11.79	11.13	10.72
精选国际	CHH.N	24.04	21.27	20.32	18.94	12.88	15.91	15.10	14.42
华住	HTHT.O	40.35	48.49	34.34	27.22	20.13	31.77	25.26	21.33
锦江	600754.SH	18.85	19.77	17.19	14.81	10.18	10.50	9.46	8.36
首旅	600258.SH	18.23	20.70	17.82	15.22	7.88	8.51	7.81	7.12
格林	GHG.N	27.45	15.56	13.09	11.39	14.59	10.10	8.35	7.26

数据来源：Bloomberg，东北证券

4. 投资建议

4.1. 中国国旅：免税绝对龙头，坐享政策红利

聚焦免税，剑指全球免税 TOP 3。我国免税业牌照稀缺，呈现寡头垄断格局，国旅旗下的中免是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有企业。2011 年起伴随离岛免税政策东风，免税逐渐成为公司业绩增长核心引擎。随着公司控股日上加码京沪机场免税，海免注入&市内免税店预期强化，免税版图持续放大，龙头地位愈加稳固。公司于 2019 年剥离旅行社业务后将聚焦免税，抓好重大战略性项目，推进资源重组整合，利用多年积累的核心优势及不断优化的运营能力继续加强竞争力。公司多年来业绩保持强劲增势，2012-2018 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 19.5%/20.6%，受益于渠道整合&议价能力提升，2018 年免税业务毛利率提升至 53.09%/+7.36 pct。

离岛免税受益政策红利，机场免税凸显规模效应。离岛免税方面，受益于政策提额度&扩品类，在三亚旅游市场整体低迷情况下，2019Q3 三亚免税店收入依然实现约 30%的增长。展望 2020 年，三亚旅游市场整治和房地产政策放松过后客流回暖；河心岛项目开业将带来客流协同效应；海免若年底前并表将增厚业绩，离岛免税有望在高基数下保持高速增长。机场免税方面，短期看，浦东机场新增两大卫星厅，大兴机场免税店投运，免税经营面积大幅提升；长期看，出境游人次增长、免税政策红利持续、营销策略优化均有望推动机场免税收入持续增长。

市内店预期强化，市场空间广阔。2018 年韩国免税销售额达 172 亿美元/+34%，其市内免税消费占比达 84%（不含离岛免税），呈逐年攀升态势。对标韩国，我国市内免税业还处于起步阶段。考虑到北京/大连/青岛/厦门/上海 5 家对外国人和港澳台居民的市内免税店相继开业，其中上海市内店可为即将离境的国人提供免税品预定业务，国人离境市内免税店政策预期正不断强化，后续若政策落地，中免的盈利空间将进一步打开。

投资建议：中国国旅作为免税行业的垄断型龙头，将充分受益政策支持下的消费回流，长期成长空间确定。预计公司 19-21 年营收分别为 474.65 亿/555.03 亿/651.51 亿，归母净利润分别为 46.61 亿/51.85 亿/60.60 亿，同增 51%/11%/17%，对应 PE 分别为 36 倍/33 倍/28 倍。维持“买入”评级。

风险提示：免税政策风险，汇率波动风险。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	47,465	55,503	65,151
(+/-)%	26.32%	66.21%	0.97%	16.93%	17.38%
归属母公司净利润	2,531	3,095	4,661	5,185	6,060
(+/-)%	39.96%	22.29%	50.62%	11.23%	16.89%
每股收益（元）	1.3	1.59	2.39	2.66	3.1
市盈率	66.65	54.50	36.26	32.58	27.95
市净率	11.32	9.14	7.17	5.73	4.64
净资产收益率(%)	18.03%	19.06%	22.33%	19.90%	18.87%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952

4.2. 丸美股份：国产眼霜龙头，成长空间确定

聚焦眼部护理，打造差异化竞争优势。丸美专注眼部研究与眼霜开发近 20 年，已发展成中国具一定影响力的美妆集团。公司旗下目前拥有丸美、春纪和恋火三大品牌，主品牌丸美占绝对主导地位，定位三四线城市的中高端消费人群，并已建立覆盖百货专柜、美容院、CS 店、商超及电商等多种渠道的销售网络。2011-2018 年公司收入 CAGR 14.4%、扣非归母净利润 CAGR 11.3%，整体业绩增长稳健，盈利能力持续向好。

卡位轻奢，主打经销，盈利能力及周转水平卓越。丸美深耕眼部护理，持续进行产品迭代，打造轻奢级明星产品，高客单价的眼部护理产品为公司带来明显的品牌差异化特质。盈利能力方面，高毛利、高占比的眼部产品拉动整体毛利率高达 68%，加之期间费用率低于行业平均水平，使公司净利率持续处于高位达 26%。虽然公司营收体量小，但是盈能力突出，专注眼部护肤领域造就了较高的毛利率和净利率水平。渠道结构方面，电商和 CS 渠道占比较高，且电商的迅速崛起正成为营收主要拉动力；同时其经销占比为 88%，相对最高，经销商先款后货的模式使公司拥有充沛的现金流，周转水平行业领先。

产品延伸、品牌差异化、渠道优化成未来看点。产品拓展方面，公司多年来通过差异化布局，已在业内树立起眼部抗衰老专家的品牌形象，未来将向高单价的抗衰老产品延伸，计划明年推出针对 35+年龄段产品线，未来随着行业向高功能护肤升级趋势的加强，有望得到进一步发展契机。研发支持方面，公司近年来持续加码研发投入，打造东京+广州研发双引擎，整合全球资源，打造产品硬核竞争力，未来有望持续推出优质产品。品牌布局方面，公司多品牌多品类布局清晰，丸美东京高端系列强化品牌力，未来将通过强大品牌力打造完善品牌矩阵，覆盖大众年轻化市场的春纪发展态势良好，收购的恋火品牌有望享受彩妆行业高速发展红利。渠道管理方面，公司积极拥抱 TP，与优质运营团队合作加强线上赋能，提升电商增速；线下渠道有望在网点优化，管理提效下实现稳步增长。

投资建议：公司身处中高端美妆优质赛道，有望充分受益行业高端化、精细化发展趋势。公司深耕眼霜品类，在国产品牌中竞品少，且随多品牌战略的推进具备较强外延预期。预计公司 19-21 年营收分别为 18.64 亿/22.20 亿/26.30 亿，归母净利润分别为 5.25 亿/6.26 亿/7.46 亿，对应 PE 分别为 56 倍/47 倍/39 倍。给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，多品牌布局不达预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,352	1,576	1,864	2,220	2,630
(+/-)%	11.94%	16.52%	18.28%	19.12%	18.45%
归属母公司净利润	312	415	525	626	746
(+/-)%	34.34%	33.14%	26.50%	19.07%	19.19%
每股收益（元）	0.87	1.15	1.31	1.56	1.86
市盈率	84.33	63.31	56.01	47.03	39.45
市净率	27.48	19.21	12.48	10.11	8.23
净资产收益率(%)	32.49%	30.20%	23.37%	21.95%	21.18%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	0	0	401	401	401

4.3. 珀莱雅：强大平台力构建品牌矩阵

主营大众化妆品，内生外延打造多品牌矩阵。珀莱雅成立于 2006 年，定位大众护肤市场，主要面向 18-35 岁的低线城市消费人群。公司深耕大众美妆行业多年，以国内领先的生产研发能力为基础，打造专业化、差异化产品形象，并依靠内容营销迅速提升品牌知名度，同时敏锐洞察消费者行为变化进行单品升级&品类丰富度提升，实现迭代发展。近六年，公司营收/业绩复合增速分别为 10.5%/10.0%，2018 年在电商高增长及线下调整复苏下营收及业绩增速分别为 32.4%/43.0%，同时近年公司也积极通过内生外延打造多品牌矩阵。

夯实产品力+爆款打造力，提升品牌知名度。长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系。公司不断夯实产品力，敏锐把握风口推出新品，实现品类迭代成长。同时公司搭建营销团队，在跟踪热点话题、驾驭社交平台、洞察年轻消费者、打造爆品上均具备较强实力，这些实力也为公司打造孵化器、扩充品牌矩阵奠定坚实的基础。公司打造的爆款“泡泡面膜”月销量最高达 130 万，成为 2019 年全年热点。泡泡面膜的成功增加了珀莱雅品牌在年轻消费者中的曝光度，实现拉新的同时也提升线下零售渠道对品牌的重视度。

电商渠道仍有空间，线下单品牌店贡献增量。公司产品定位大众高性价比，与电商渠道高度契合，同时电商渠道的蓬勃发展也有效帮助公司拓宽客群覆盖面。此外公司自身搭建了一支成功的电商运营团队，线上渠道优势显著。19H1 线上销售占比达 46%，同增 48%，中长期来看，公司核心发展逻辑从电商推动业绩增长转变为以电商实力为平台力，在多平台扩张及多品牌发力推动下保持高速增长。线下 CS 渠道在经销商调整到位后实现稳步复苏，同时以优资莱为核心的单品牌店快速扩张将成为营收增长的重要引擎，商超渠道在战略调整之后有望被激活。

投资建议：公司身处化妆品优质赛道，渠道布局完善，品牌、品类的孵化能力强，管理、激励机制完善，且多品牌战略推进具备较强外延预期。短期看营销和爆款打造力，长看平台化、集团化运作能力。预计公司 19-21 年营收分别为 30.98 亿/40.28 亿/50.56 亿，归母净利润分别为 3.84 亿/5.08 亿/6.44 亿，对应 PE 分别为 48 倍/37 倍/29 倍。给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，公司品牌、渠道拓展不及预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783	2,361	3,098	4,028	5,056
(+/-)%	9.83%	32.43%	31.20%	30.01%	25.51%
归属母公司净利润	201	287	384	508	644
(+/-)%	30.70%	43.03%	33.86%	32.04%	26.80%
每股收益（元）	1.00	1.43	1.91	2.52	3.20
市盈率	94.77	66.27	49.62	37.58	29.63
市净率	13.00	11.27	9.45	7.83	6.37
净资产收益率(%)	13.76%	16.95%	19.17%	20.97%	21.55%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	200	201	201	201	201

4.4. 海底捞：火锅行业绝对龙头，开店加速空间广阔

火锅是中餐行业优质赛道，标准化个性化兼具。中餐行业基数大增速快，营收规模达到 4 万亿且复合年化增速达到 12%。火锅市占率第一，其不依赖厨师厨艺，锅底食材蘸料等容易标准化，是中餐中容易规模化扩张的优质赛道。中餐行业集中度低，海底捞自 2015 年以来位于行业第一，但 2018 年市占率仅 0.5%，在火锅行业中的市占率也仅 3.5%。参考美国餐饮龙头企业麦当劳、星巴克等市占率为 5%、2%，成长空间广阔。

口味和服务赢得口碑，食品质量控制和管理能力构建壁垒。消费者看重的是公司较好的口味和极致的服务，背后是极强的食品质量控制和管理能力。食品质量控制：公司拥有详细而标准化的质量控制措施，建立清晰的问责制度，成立专业化公司推进产业链标准化。管理能力：本质在于善待员工和捆绑员工利益，公司授权每个服务员打折和免单的权利，拥有高于同行的薪酬体系和关怀，公平的上升渠道，并独创师徒制解决人才储备问题，有利于门店裂变扩张。

开店空间广阔，未来增长主要来自新开门店。根据各大城市的店均覆盖人口和店均餐饮零售总额，以及边际收入等于边际成本两种方法，测算公司总的开店空间约为 1700 家，仍有很大的成长空间。未来单店营收会出现下滑，但这并不意味着门店数量已饱和。当开店边际收入等于边际成本时，门店数量为最优规模，公司盈利最大化。

品类拓展打开业绩天花板，多品牌运营构建餐饮帝国。公司收购优鼎优冒菜进入快餐领域。冒菜与火锅业态相似，作为快餐又容易规模化拓展。此外公司已于今年年底开设面馆，未来有望通过品类拓展打开业绩天花板，成为如百胜中国、麦当劳等的多品牌经营餐饮巨头。

盈利预测。预计公司 2019-2021 年营收为 279.66/425.63/507.45 亿元，归母净利润为 25.78/43.28/52.18 亿元，对应 PE 分别为 63/37/31 倍。考虑到公司作为国内餐饮行业龙头，2021 年的门店数量仅为 1100 多家，仍有 600 家的开店空间，给予公司 2021 年 40 倍估值，对应目标价 44 港元，对应市值为 2332 亿港元，给予“买入”评级。

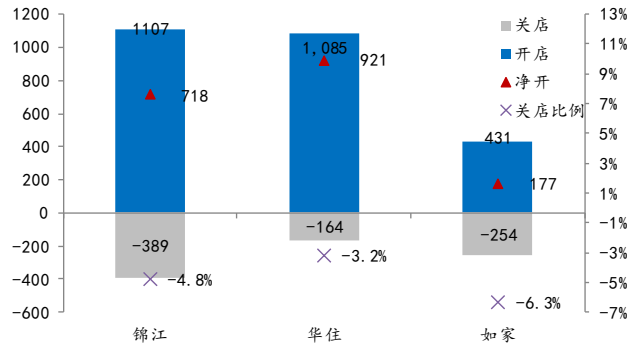
风险提示：食品安全风险；服务质量下降风险；门店扩张不达预期

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,659	16,969	27,966	42,563	50,745
(+/-)%	36.24%	59.53%	64.81%	52.20%	19.22%
归属母公司净利润	1,028	1,646	2,578	4,328	5,218
(+/-)%	39.81%	60.16%	56.63%	67.88%	20.54%
每股收益（元）	0.19	0.31	0.49	0.82	0.98
市盈率	161.45	100.81	64.36	38.34	31.80
市净率	152.37	19.24	14.81	10.68	8.00
净资产收益率(%)	94.38%	19.09%	23.01%	27.87%	25.15%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	5300	5300	5300	5300	5300

4.5. 锦江酒店：资源优渥，巨舰起航

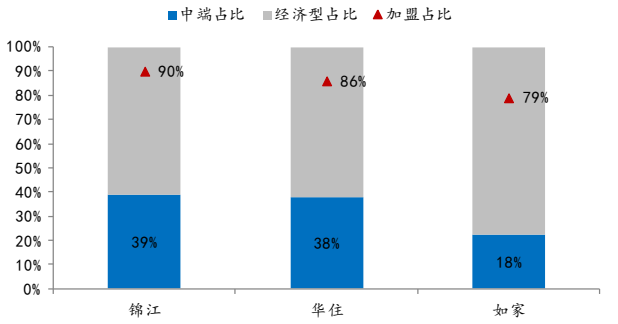
规模大，中端优，开店强。2015 年起，公司先后收购法国卢浮（品牌交换合作+海外资本平台）、铂涛集团（经济型酒店区域互补+中端持续发力）、维也纳酒店（拓展中端酒店市场），一跃成为国内第一、全球第五大酒店集团。截至 19Q3，公司运营中的酒店合计 8160 家，在国内有限服务型酒店市占率达 20.31%。中端方面：公司旗下拥有锦江都城/维也纳/麗枫/喆啡/希岸/康铂等多个成功落地的中端品牌，为加盟商提高多样选择；截至 19Q3 公司运营中的中端门店合计 3218 家/占比 39%，预计未来新开门店中超过 80%为中端店，门店结构持续升级。开店方面：19 年公司计划开店 900 家，至 Q3 已完成 1107 家开店，开店尤为强势。

图 26：19 前三季度各酒店集团开关店数量对比



数据来源：东北证券，公司公告

图 27：截至 19Q3 各酒店集团中端门店占比情况



数据来源：东北证券，公司公告

整合持续推进，释放盈利空间。财务整合：17 年公司已完成维也纳 ERP 系统对接，18 年完成维也纳财务数据共享并试点铂涛财务整合。采购整合：目前正积极推进十大品类集中采购（占到总采购成本 40%），未来采购方面议价能力有望提升。预订渠道：推出 WeHotel 平台，目前已完成铂涛&卢浮的会员整合，打通铂涛/卢浮/维也纳预订渠道。伴随整合逐步推进，公司销售费和管理费用率存在改善预期。

投资建议：预计公司 19-21 年营收分别为 150.96 亿/158.02 亿/165.79 亿，归母净利润分别为 12.12 亿/14.40 亿/17.17 亿，对应 PE 分别为 17 倍/14 倍/12 倍。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，整合不及预期风险。

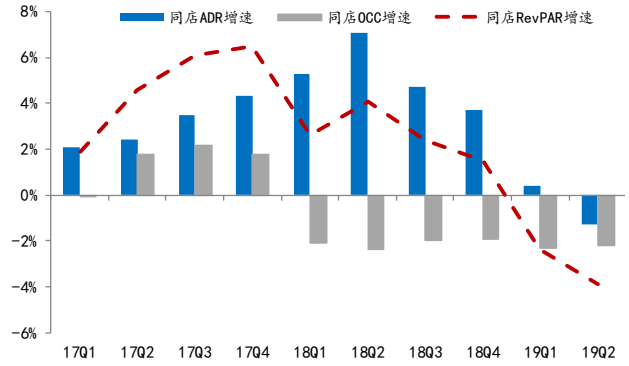
财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,583	14,697	15,096	15,802	16,579
(+/-)%	27.71%	8.21%	2.71%	4.68%	4.92%
归属母公司净利润	882	1,082	1,211	1,439	1,717
(+/-)%	26.95%	22.76%	11.91%	18.82%	19.30%
每股收益（元）	0.92	1.13	1.26	1.50	1.79
市盈率	35.08	18.85	18.62	15.67	13.14
市净率	2.38	1.62	1.74	1.64	1.55
净资产收益率(%)	6.79%	8.58%	9.33%	10.49%	11.77%
股息收益率(%)	2.38%	2.55%	2.66%	3.10%	3.77%
总股本（百万股）	958	958	958	958	958

4.6. 首旅酒店：业绩弹性最大，关注边际改善

如家为业绩核心引擎，直营占比高弹性大。首旅如家是在 2016 年由原首旅酒店和如家集团合并而成，经营范围主要为酒店和景区，以如家集团为收入及净利主导。19H1 公司实现营收 39.90 亿元/-0.3%，利润总额 5.57 亿元/+5.88%，其中如家贡献营收/归母净利润分别为 33.12 亿元/4.98 亿元。如家直营门店占比在 TOP 3 中最高，因此业绩弹性最大。RevPAR 增长 1%，预计首旅酒店业绩增长 10%，业绩弹性高于锦江&华住（7%）。

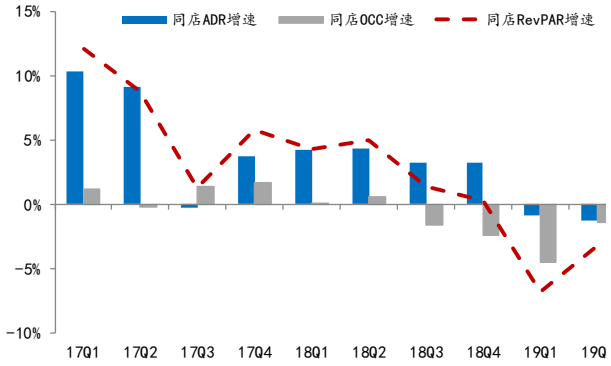
关注边际改善：如家 NEO 持续升级，合作推出新品牌。（1）截至 19H1，公司已完成如家经济型酒店 NEO3.0 改造 286 家，其中直营店 236 家/占经济型直营总店数 33.6%，加盟店 50 家。（2）公司与凯悦合作推出全新中高端品牌“逸扉”，第一批直营店预计将于 2020 年上半年开业。（3）与春秋集团联合打造具有航旅特色的空港连锁酒店品牌“嘉虹”，第一家旗舰店已于 6 月底在虹桥机场正式开业。此外 19 年公司增加开发团队人数&改善激励，伴随新品牌落地，未来开店将有所强化。

图 58：如家经济型同店经营数据同比增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 59：如家中高端同店经营数据同比增速



数据来源：公司公告，东北证券

投资建议：酒店龙头安全边际强&投资价值在变大。从价值看，酒店龙头有壁垒、成长空间大且确定性强；从价格看，目前估值已在历史底部、性价比高；从兑现时点看，经济企稳预期将催化酒店股行情，建议布局。预计公司 19-21 年营收分别为 86.71 亿/89.31 亿/93.35 亿，归母净利润分别为 9.39 亿/11.07 亿/13.42 亿，对应 PE 分别为 17 倍/14 倍/12 倍。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，门店拓展不及预期风险。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,417	8,539	8,671	8,931	9,335
(+/-)%	29.03%	1.45%	1.55%	3.00%	4.52%
归属母公司净利润	631	857	938	1,108	1,357
(+/-)%	199.09%	35.84%	9.44%	18.18%	22.46%
每股收益（元）	0.64	0.87	0.95	1.12	1.37
市盈率	42.26	18.39	17.61	14.90	11.48
市净率	3.63	1.93	1.74	1.57	1.40
净资产收益率(%)	8.60%	10.50%	10.49%	11.19%	12.23%
股息收益率(%)	0.51%	0.70%	0.77%	0.90%	1.09%
总股本（百万股）	816	979	988	988	988

5. 风险提示

1 ）宏观经济下滑：旅游行业作为可选消费行业，对宏观经济环境变化比较敏感，经济增速不及预期将对社服板块产生较大影响，进而影响相关上市公司经营业绩。

2 ）恶劣天气及突发事件影响客流：天气、地震、国内外安全局势等不可控因素会影响景区客流情况。

3 ）汇率波动：汇率贬值可能导致相关出境游旅游社及免税商业绩不达预期。

分析师简介:

李慧，CFA，美国伊利诺伊大学金融硕士，厦门大学广告学学士、经济学双学士。2015年加入东北证券，现任社会服务行业分析师。
徐乔威，通过CFA三级，上海交通大学硕士、学士，两年投资分析经验。2019年加入东北证券，现任社会服务行业分析师。
李森蔓，香港大学硕士、浙江大学学士。2018年加入东北证券，现任东北证券社会服务行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn