

紧抱白马，静待时机

——社会服务行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆2018 行情与业绩回顾：权重股带动板块表现 A 股第一

2018 年全年，休闲服务板块大幅跑赢沪深 300。沪深 300 跌 25.31%，而休闲服务跌 10.61%，在 A 股 30 个板块中跌幅最小，主要由于权重股中国国旅上涨带动（全年+40%）。个股方面，中国国旅/大连圣亚/宋城演艺/科锐国际上涨幅度最大。由于休闲服务行业内子板块众多，各自的商业模式和内生发展不尽相同，因此本文分几大子行业展开。

◆2019 行业基本面判断：经济周期影响下，细分板块短期承压

免税行业：政策上主要受益有二，1) 离岛免税政策利好持续释放，旅游集团将所持海免公司 51% 股权注入中国国旅后，存在中国国旅深度整合海免预期。2) 市内免税政策 2019 年有望落地。对比韩国来看，18 年主要市内免税店营收在 120 亿-240 亿之间，在政策/买家/优惠上与国内存在差异。国内市内免税店未来盈利空间主要还是面积大小决定。

酒店行业：Revpar 周期进入下半场，供给持续增加，但需求和经济密切相关。

景区：降价导致传统景区承压，休闲化人工景区保持增长。

出境游：黑天鹅事件影响短期，经济/汇率影响中期，长期增长趋势不变。

其他板块：经济下行周期中，人力（灵活用工）和餐饮（火锅料）子板块有望穿越周期。

增持（维持）

分析师

谢宁铃（执业证书编号：S0930512060002）

021-52523873

xienl@ebcn.com

联系人

李泽楠

021-52523875

lzn@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

◆板块操作判断与投资主线：

18 年下半年开始，宏观经济增速放缓，可选消费略呈疲软态势，整体休闲服务板块由涨转跌。19 年预计行业整体平淡，但免税、人工景区等部分行业有望继续震荡上行，周期性较弱的人力（灵活用工）和餐饮（火锅料）行业有望走出独立行情。下半年低基数效应下出境板块预计存在波段行情

投资标的：推荐逆周期/弱周期小行业龙头：科锐国际、安井食品。

建议关注：有业绩支撑的行业龙头：中国国旅、宋城演艺。

◆风险分析：

1) 宏观经济景气度影响可选消费下滑。2) 自然天气等不可控因素影响游客量低于预期。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
300662	科锐国际	27.2	0.41	0.61	0.81	66	44	34	增持
603345	安井食品	35.1	0.94	1.28	1.61	37	27	22	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

目 录

1、 2018 年行情与业绩回顾：整体跑赢大盘	3
1.1、 板块股价行情：各板块中跌幅最小	3
1.2、 月度表现：受权重股回调影响，表现与历史相比略有不同	3
1.3、 板块 PE：明显低于历史均值	4
1.4、 基本面：上市公司业绩符合预期	5
1.5、 大背景：可选消费略呈疲软态势	6
2、 细分板块：免税板块仍将表现突出	8
2.1、 免税：规模做大免税毛利率显著提升	8
2.2、 酒店：提价带动整体 Revpar 提升，行业周期进入下半场	11
2.3、 景区：降价导致传统景区承压，事件驱动带动景区增长	13
2.4、 出境游：事件影响短期，经济汇率影响中期	15
2.5、 其他：关注穿越周期的社服子版块	16
3、 投资标的	18
科锐国际	18
安井食品	21
4、 建议关注	23
中国国旅	23
宋城演艺	23
5、 风险提示	24

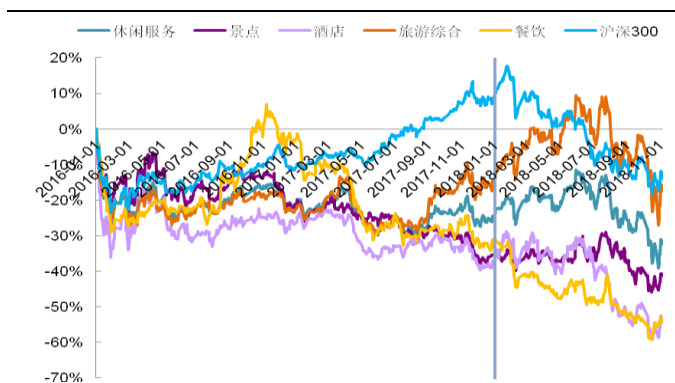
1、2018 年行情与业绩回顾：整体跑赢大盘

1.1、板块股价行情：各板块中跌幅最小

2018 年全年，休闲服务板块大幅跑赢沪深 300。沪深 300 跌 25.31%，而休闲服务跌 10.61%，在 A 股 30 个板块中跌幅最小。

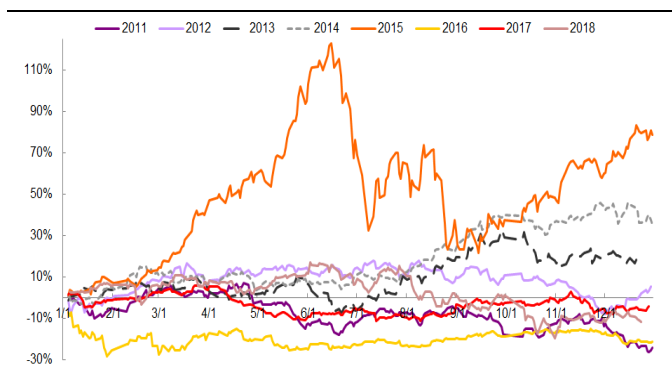
个股方面，中国国旅上涨幅度最大，为 39.81%。大连圣亚+33.69%，宋城演艺+15.08%，科锐国际+7.79%。

图 1：2016-2018 年至今板块股价表现



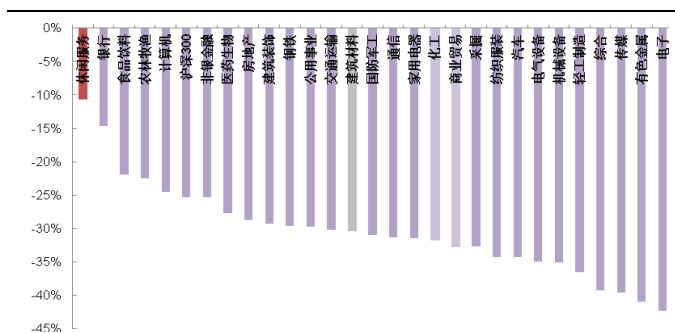
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：2011-2018 年休闲服务板块按年股价表现



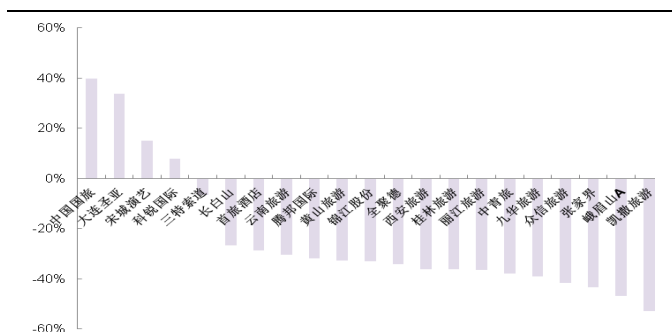
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：各行业 2018 年至今（按市值加权平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截止到 2018 年 12 月 28 日）

图 4：2018 年至今旅游个股涨幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理（截止到 2018 年 12 月 28 日）

1.2、月度表现：受权重股回调影响，表现与历史相比略有不同

2007-2017 年休闲服务板块的月度表现：2、3、5、7、8、11 月份无论是平均绝对涨幅，还是平均相对涨幅，均能获得不错的正收益。但 18 年板块表现略有不同：主要体现在 8 月旅游板块大跌，因权重股中国国旅随白马权重与消费股回调，且受暑期旅游数据及酒店入住表现不景气的影响。

表 1：休闲服务板块 2007 年以来各月绝对涨跌幅

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	平均值
1 月	3.90%	-6.84%	13.02%	3.06%	-5.15%	-2.79%	3.70%	4.25%	7.42%	-25.54%	-1.50%	6.23%	-0.02%
2 月	8.78%	-0.44%	7.67%	8.12%	9.39%	10.89%	0.28%	7.13%	5.45%	-2.52%	4.56%	-0.86%	4.87%

3 月	14.24%	-11.36%	23.90%	1.65%	-3.67%	-2.49%	2.71%	-4.91%	25.37%	13.91%	1.36%	0.99%	5.14%
4 月	28.09%	-11.44%	4.64%	-8.49%	-2.54%	5.82%	-6.83%	0.27%	13.83%	-3.81%	-7.64%	-4.11%	0.65%
5 月	18.38%	-12.97%	11.33%	-10.97%	-10.83%	2.49%	9.96%	1.53%	20.61%	-2.77%	-6.97%	14.86%	2.89%
6 月	-11.83%	-20.16%	8.95%	-5.91%	1.33%	-2.36%	-14.97%	2.14%	-9.75%	-0.43%	4.11%	-1.79%	-4.22%
7 月	20.32%	5.43%	10.60%	15.44%	5.24%	-1.63%	9.28%	2.85%	-9.54%	-0.14%	-1.78%	0.41%	4.71%
8 月	14.73%	-25.72%	-12.99%	12.72%	2.45%	-1.42%	13.29%	8.75%	-16.82%	4.74%	0.86%	-10.48%	-0.82%
9 月	0.04%	-4.78%	-3.99%	-2.14%	-13.59%	1.04%	9.26%	13.13%	1.55%	0.84%	4.55%	1.18%	0.59%
10 月	-10.67%	-34.02%	8.70%	0.02%	6.45%	-1.76%	-6.34%	-2.30%	10.24%	2.26%	-1.24%	-15.37%	-3.67%
11 月	-7.23%	13.24%	19.20%	1.93%	-1.02%	-12.85%	4.84%	5.59%	6.37%	-0.65%	-5.45%	3.96%	2.33%
12 月	10.93%	10.64%	1.93%	-3.72%	-12.31%	12.71%	-3.34%	-4.80%	13.16%	-4.47%	1.29%	-1.49%	1.71%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 2: 休闲服务板块 2007 年以来各月相对沪深 300 涨跌幅

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	平均值
1 月	-11.50%	6.61%	1.20%	13.45%	-3.50%	-7.85%	-2.79%	9.73%	10.24%	-4.50%	-3.33%	0.15%	0.66%
2 月	2.10%	-1.61%	2.37%	5.70%	4.09%	3.99%	0.78%	8.20%	1.42%	-0.19%	-2.21%	5.04%	2.47%
3 月	4.91%	7.55%	6.74%	-0.30%	-3.17%	4.32%	9.38%	-3.41%	11.98%	2.07%	-0.08%	4.10%	3.67%
4 月	0.16%	-15.89%	0.05%	-0.18%	-1.59%	-1.15%	-4.91%	-0.30%	-3.42%	-1.90%	-5.87%	-0.48%	-2.96%
5 月	8.01%	-4.19%	6.12%	-1.38%	-4.85%	2.26%	3.46%	1.63%	18.70%	-3.18%	-4.50%	13.65%	2.98%
6 月	-7.66%	2.53%	-5.79%	1.67%	-0.09%	4.11%	0.60%	1.74%	-2.15%	0.06%	3.21%	4.90%	0.26%
7 月	1.81%	4.95%	-7.34%	3.51%	7.61%	3.60%	9.62%	-5.70%	5.13%	-1.72%	-4.84%	-1.34%	1.27%
8 月	-4.02%	-10.97%	11.23%	11.52%	6.67%	4.07%	7.78%	9.26%	-5.02%	0.87%	-1.60%	-6.42%	1.95%
9 月	-5.32%	1.41%	-10.15%	-3.26%	-4.27%	-2.96%	5.15%	8.31%	6.41%	3.08%	4.15%	-1.67%	0.07%
10 月	-12.60%	-8.17%	-0.47%	-15.12%	2.03%	-0.09%	-4.87%	-4.64%	-0.10%	-0.29%	-3.14%	-7.66%	-4.59%
11 月	9.49%	3.24%	12.15%	9.12%	5.42%	-7.74%	2.10%	-6.39%	5.46%	-6.69%	-5.43%	5.28%	2.17%
12 月	-1.75%	11.31%	0.11%	-3.44%	-5.34%	-5.20%	1.12%	-30.61%	8.54%	1.97%	0.67%	2.25%	-1.70%

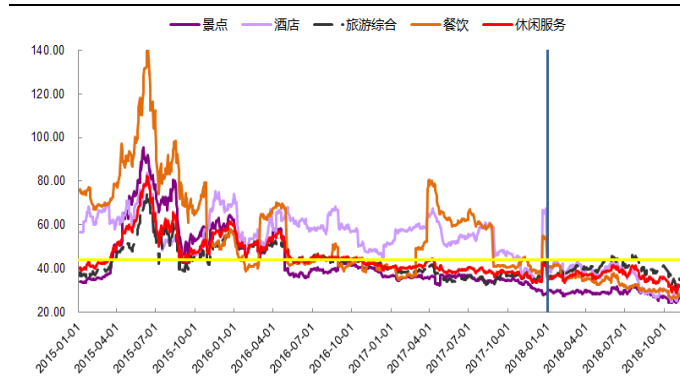
注: 相对沪深 300 各月涨跌幅=休闲服务各月涨跌幅-沪深 300 各月涨跌幅

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

1.3、板块 PE: 明显低于历史均值

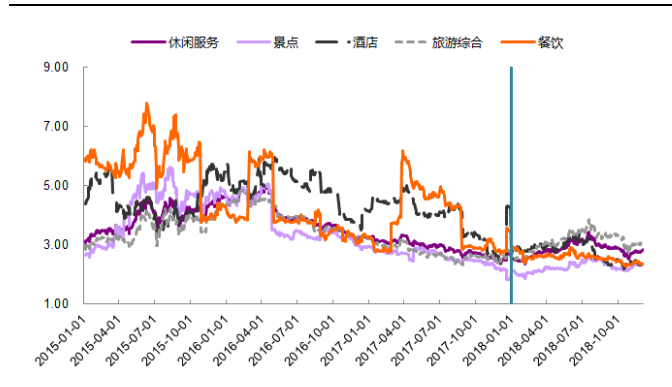
截至 2018 年 12 月 28 日, 横向比较, 休闲服务动态 PE 在各板块中居中高水平。但纵向比较, 休闲服务 PE 在 32x 左右, 重点公司整体 PE32x 左右, 明显低于历史均值 (均值为 43x、42x)。

图 5: 旅游业板块 PE 变化历史回顾



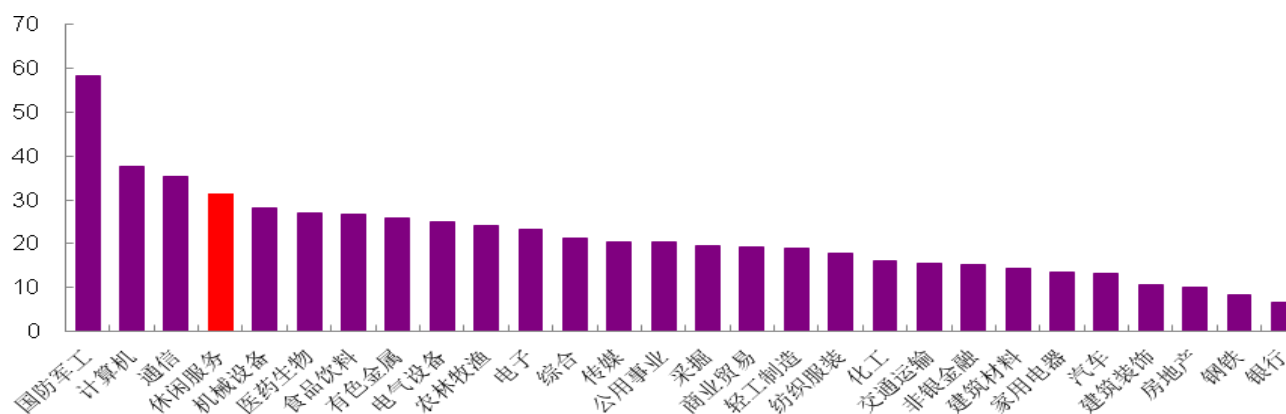
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 6: 板块相对沪深 300 估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 7：板块 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间为 18 年 12 月 28 日

表 3：休闲服务板块与重点公司估值比较

市盈率 2006.1.4-2018.12.28				相对市盈率 2006.1.4-2018.12.28			
估值分类	均值	波动区间	2018.12.28	估值分类	均值	波动区间	2018.12.28
休闲服务	42.62	[21,81]	31.53	休闲服务	2.90	[1.07,4.85]	2.84
重点公司	42.37	[21,90]	31.67	重点公司	2.88	[1.13,4.60]	2.84

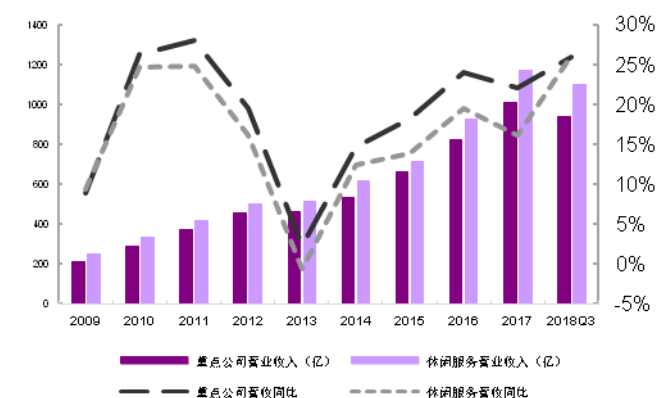
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.4、基本面：上市公司业绩符合预期

2018 年前三季度板块与重点公司收入增速在 25%左右；但净利润增速仅为 20%+，两者差异主要受权重股中国国旅（营收占整个板块 1/4）的香港机场业务亏损干扰。板块整体表现符合预期。

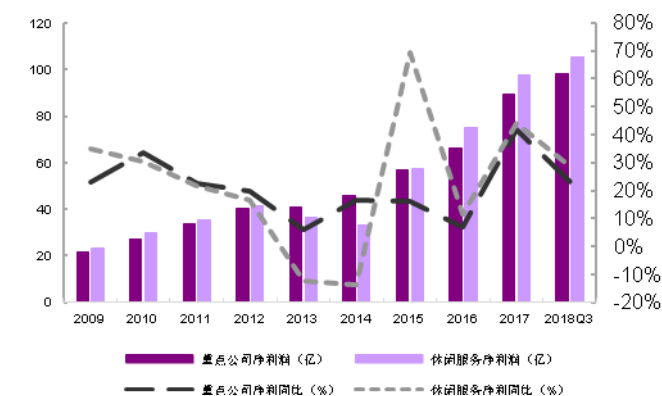
子板块中，酒店行业 18Q3 增速较上半年有所放缓（首旅/锦江 18Q3 扣非净利分别为+21.89%/+36.99%，上半年首旅+32.09%，锦江+58.22%），综合旅游增长趋势稳定向好（含腾邦/国旅）净利润+30%左右，景区由于高基数及天气原因保持微增，演艺项目表现靓丽（宋城净利+22.31%），餐饮则持续低迷。

图 8：板块与重点公司近几年收入与增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

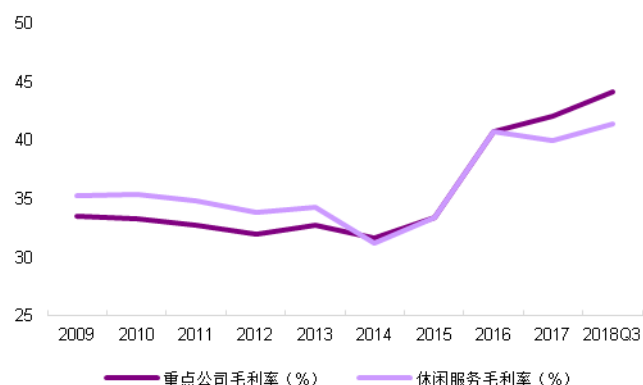
图 9：板块与重点公司近几年净利润与增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

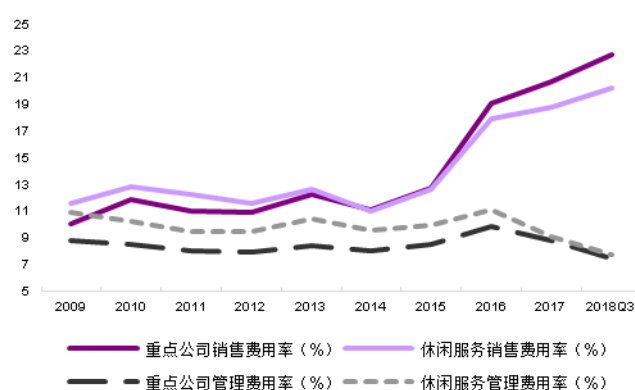
3Q18 重点公司毛利率、销售费用率都大幅提升，管理费用率有所下降。

图 10：板块与重点公司近几年毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 11：板块与重点公司近几年期间费用率

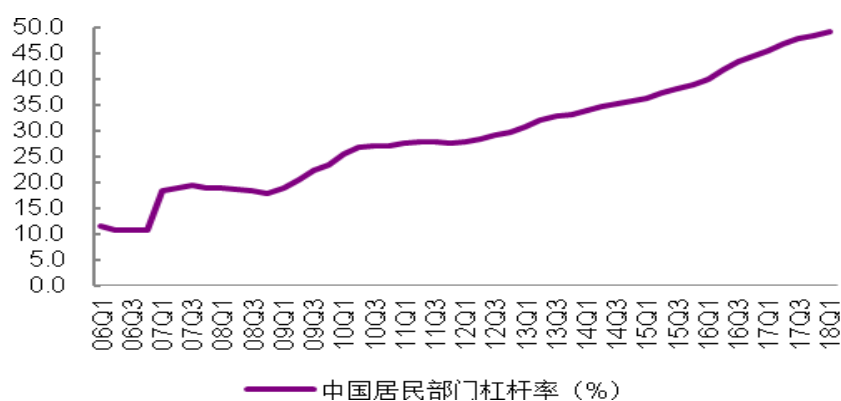


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.5、大背景：可选消费略呈疲软态势

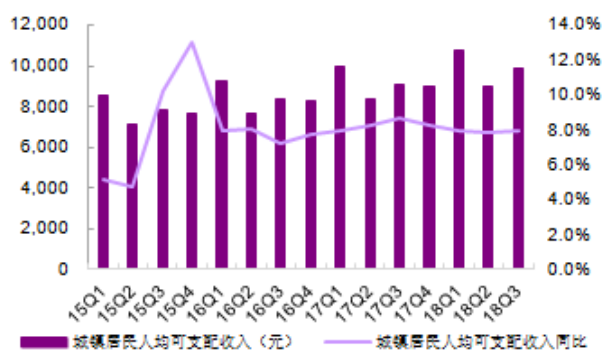
18年以来，居民资产负债率明显上升，可支配收入增速放缓，城乡居民收入差距依然较大。叠加宏观经济增速下行，可选消费（金银珠宝、化妆品、体育娱乐消费）略呈疲软态势。

图 12：居民杠杆率



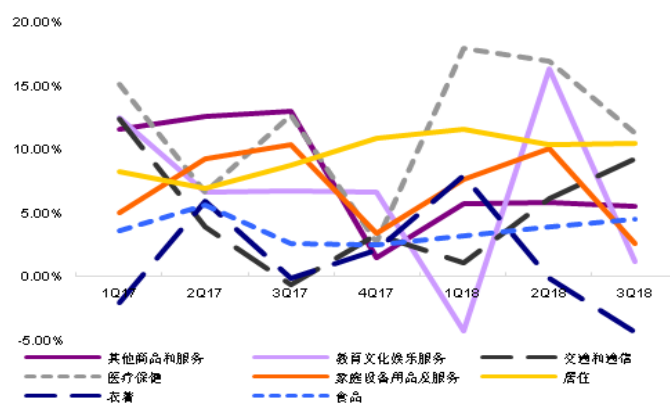
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 13：城镇居民人均可支配收入及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：城镇居民人均消费性支出当季同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

整体而言，2018 年前三季度休闲服务行业整体同比表现基本符合预期，板块全年股价低于年初表现主要归因两大因素：一、板块中大市值公司受白马与消费股回调影响；二、宏观经济增速下行，板块受大盘影响较大。

由于休闲服务行业内子板块众多，各自的商业模式和内生发展不尽相同，因此回顾完板块整体行情业绩，下文分几大子行业展开，阐述细分领域近期来发生的变化和趋势，以期对 2019 年的基本面判断有所帮助。

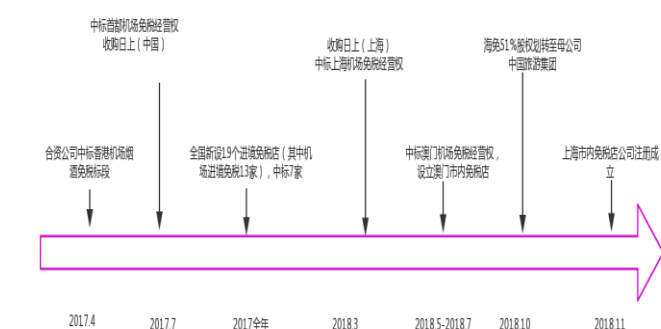
2、细分板块：免税板块仍将表现突出

2.1、免税：规模做大免税毛利率显著提升

中国国旅子公司中免公司从2017年开始，业务不断扩张。2018年3月，并购日上上海，中免已占据中国免税80%+市场份额，其中主要业务为各大机场免税业务与海南离岛免税业务。

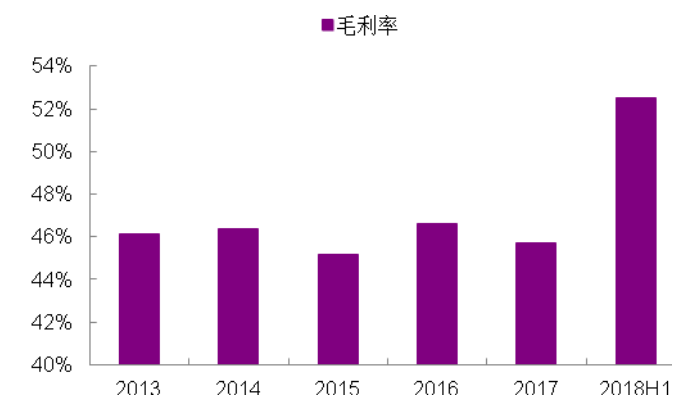
规模效应下，毛利率显著提升，2018上半年免税毛利率达52.49%，相比2017年增长8个百分点，相比国外巨头Dufry，其免税毛利率在70%以上，未来仍有较大提升空间。

图 15：国旅免税业务主要扩张时间表



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 16：国旅免税业务毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.1.1、扩张仍有重磅，市内免税店值得期待

市内免税店2019年预期落地(上海市内免税店公司已注册成立)。以韩国为例，市内店位置与面积决定业绩。面积大小决定了品类的丰富程度。其中全品类免税店韩国只有三家品牌，乐天免税、新罗免税和新世界免税，其经营面积都超过1万平方米。萨德危机前，乐天2016年共5家市内免税店销售额总计280亿元，其中规模最大的乐天明洞店销售额187亿元。根据《亚洲日报》报道韩国业内人士预测，2018年乐天免税明洞总店销售额将达到创纪录的超过4万亿韩元(约248亿人民币)，新罗免税店销售额也将超过3万亿韩元(约186亿人民币)，新世界免税店有望超过2万亿韩元(约124亿人民币)。

韩国市内免税，在政策、买家与代购优惠上有以下特性：1、政策——韩国市内免税对国外居民无限额，韩国居民限额3000美金。2、买家——从韩国免税2018年10月数据来看，外国游客占4成以上，中国游客占外国游客约9成，代购为主要群体。3、优惠——一般代购在韩国免税返点在20%左右，高峰时为35%-40%。

表 4：韩国大型市内免税店概况

	位置	2017 年销售额 (韩元)	2018E 销售额 (韩元)
乐天明洞总店	首尔市明洞乐天百货 1 楼, 9-12 楼	3.2 万亿	4 万亿

新罗免税店	首尔市中区东湖路 249	2.1 万亿	3 万亿
新世界免税明洞店	首尔市新世界百货 8-12 层	1.4 万亿	2 万亿

资料来源：《亚洲日报》2018.10.03 期，光大证券研究所整理

2.1.2、海南离岛政策陆续放宽落地，未来整合空间大

2018 年 12 月 1 日起，离岛免税限额放宽至 3 万，不限人群与次数，同时品类增加部分医疗器械商品，每人每次限购两件。但本次免税额度提升影响有限。2012 年免税额度由 5000 提升至 8000 元后，免税客单价由 2011 年的 2454 元提升至 2013 年的 3580 元，增长达 46%，2016 年将免税额度提高至 16000 之后，由 15 年的 4200 元左右客单价提升至 16 年的 4800 元左右，增长达 14%，本次免税额度提升至 3 万元，但本次行邮税额度未提高仍为 8000 元，预计对整体客单价提升影响不大。

同时海南省政府召开新闻发布会未来将研究增设免税店，免税适用对象放宽至乘船人群。

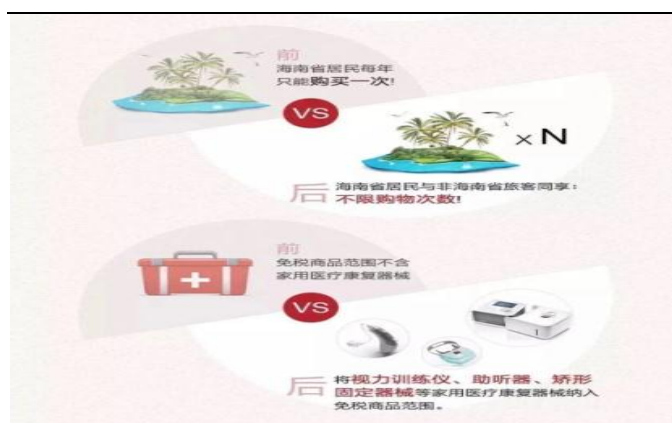
18 年 10 月海免划入母公司中国旅游集团，划转完成之后，旅游集团将立即启动将所持海免公司 51% 股权注入中国国旅的程序，2019 年中免将为海免采购供货，整合将巩固中国国旅在免税市场的优势地位。

图 17：免税限额提升



资料来源：三亚海棠湾免税公众号，光大证券研究所整理

图 18：免税商品及次数放宽



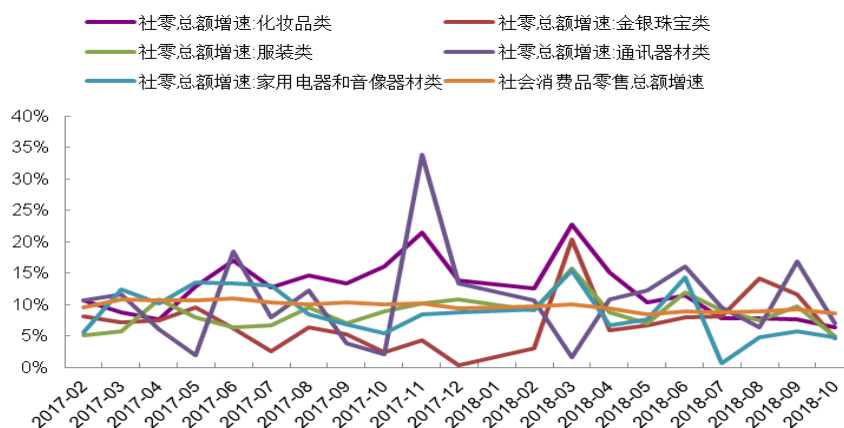
资料来源：三亚海棠湾免税公众号，光大证券研究所整理

2.1.3、主打品类增速下降，三线以下城市居民购买潜力大

免税行业销售品类构成主要为香化类产品，亚太区 17 年免税销售中，香化类销售占比为 46%，远超第二大品类酒类 13% 的占比，其中香化类占比超五成，2018 年香化类社零总额增速上半年保持 10% 以上增速，三月开始增速有所下滑，主要受整体宏观经济影响，但进口化妆品仍然需求强劲，2018 年 4 月以来进口金额一致保持 50% 以上高增速。

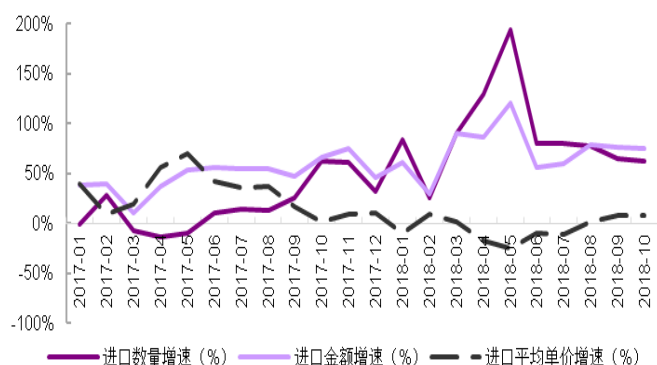
彩妆和手表是三至六线城市城市消费者所偏爱购买的奢侈品类。长期来看，未来人口广阔的 3 线以下城市奢侈品消费单价不断往上，15 年开始已超 1-2 线城市，带动整体化妆品类消费单价不断提升。

图 19: 截至 2018 年 10 月社零总额及香化社零总额增速



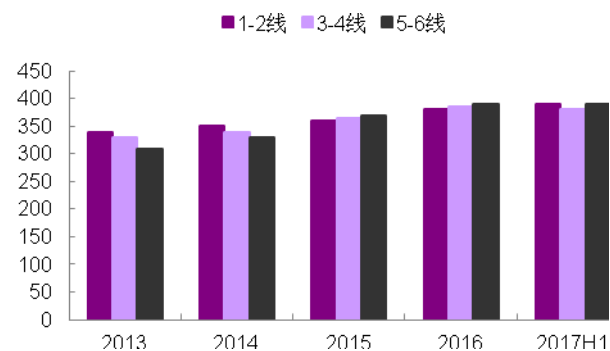
资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 20: 进口化妆品月度情况



资料来源: 海关总署, 光大证券研究所整理

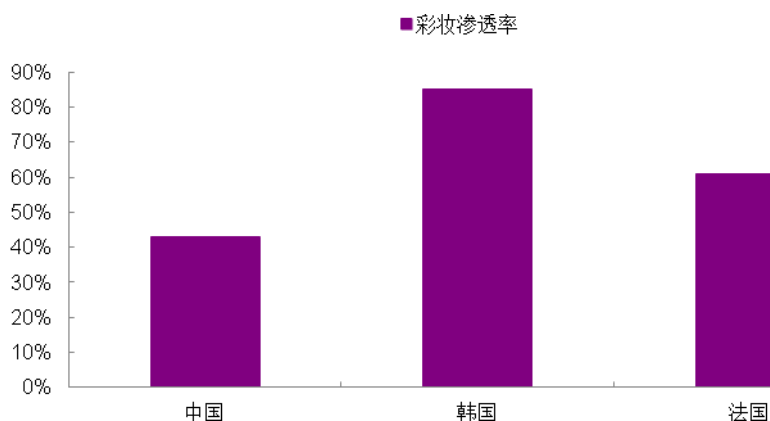
图 21: 各线城市奢侈品消费件单价趋势 (元)



资料来源: CBNDdata, 光大证券研究所整理

化妆品消费渗透率也有着明显提升空间。比如彩妆类化妆品，比起其他国家，国内渗透率还有较大增长的空间。2015 年成熟市场如韩国与法国，彩妆渗透率分别达到 85% 与 61%，而中国仅 43%

图 22: 2015 年中国与成熟市场彩妆产品渗透率对比



资料来源: 凯度数据, 光大证券研究所整理

2.1.4、电商法出台，规范代购下长期利好免税渠道

2018年8月31日，《中华人民共和国电子商务法》颁布，本次立法在电商经营资质、纳税、处罚标准等方面予以了明确规定，同时也对电子商务平台经营者的责任和义务进行了界定。

表 5：电商法概况

主要内容	由总则、电子商务经营者、电子商务合同的订立与履行、电子商务争议解决、电子商务促进、法律责任和附则七章组成，在电商经营资质、纳税、处罚标准等方面予以了明确规定，同时也对电子商务平台经营者的责任和义务进行了界定。
意义	行业内企业行为进一步规范，行业进入壁垒提高。保护消费者。 个人：个人身份开设网店重新纳入市场主体登记范围，自然人网店避税渠道将消失。 平台：电商渠道维护知识产权，平台理应知晓商品侵权却未删除或承担连带责任。
影响	对以线上 C2C 为主的代购行业增加税收，造成冲击。

资料来源：wind，光大证券研究所整理

电商法的出台，个人身份开设网店也将纳入市场主体登记范围，因此代购微商群体税负将增加，整个代购行业将备受冲击，据美国贝恩公司统计，2015 年代购规模 400 亿元左右，庞大的代购群体在法案正式执行后预计将有所缩小，长期来看国家引导海外消费回流决心不变，免税做为引导海外消费回流重要渠道将持续受益。

2.2、酒店：提价带动整体 Revpar 提升，行业周期进入下半场

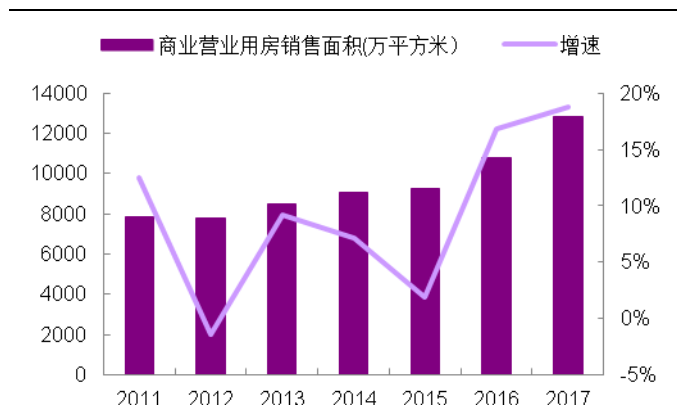
2.2.1、供给端：商业/办公地产空置率升，酒店供给增多

16-17 年以来商业营业用房供给大量增加。此外，各城市商业写字楼空置率除一线城市以外基本都在 10%以上，空置率最高的达 40%以上。高空置率下，商业与办公地产若手续完备则有充足动力向酒店转型。

原有写字楼变更为酒店，一定条件下可转，但受限于 1) 租金与酒店收益率关系，原有写字楼做办公使用，相同使用率情况下，收益率高，转成酒店后固然可以降低空置率，但还需看整体收益率是否能覆盖以租金为例的高成本。2) 变更土地用途改成宾馆需要房管、工商、环保、消防等诸多部门审批。

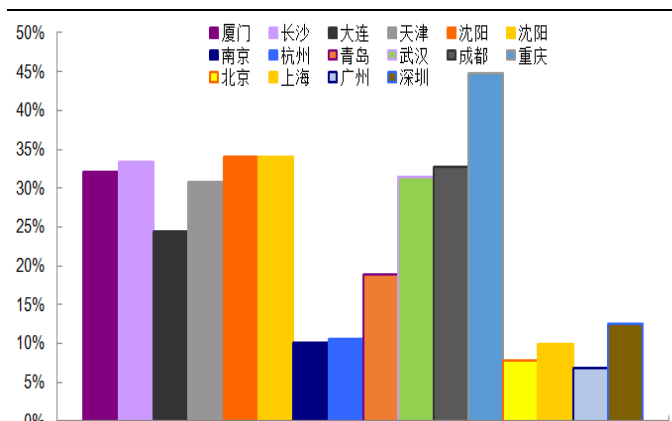
经渠道调研得知，一线城市办公转商业难（消防、工商登记），省会以下城市转型较易，主要依托加盟商与政府关系。但总体来说，各集团加盟酒店数量不断增长，加盟占比不断提升。

图 23：商业营业用房面积不断增长



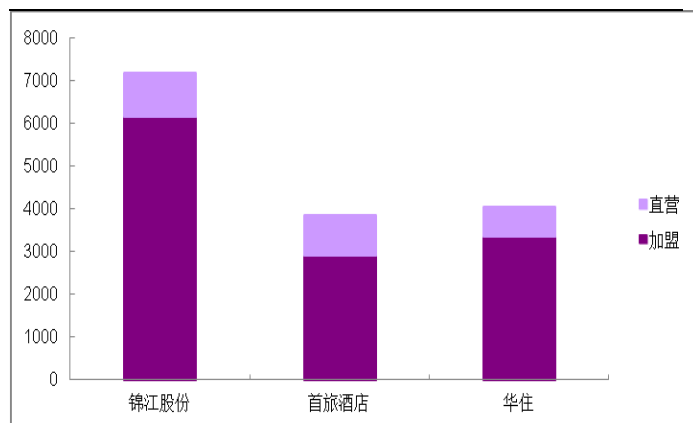
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 24：2017 年各城市商业写字楼空置率



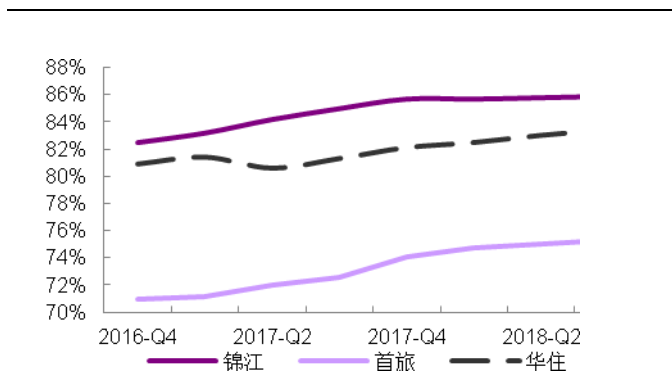
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 25：18Q3 三大酒店集团加盟直营数量（间）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 26：三大酒店集团加盟占比



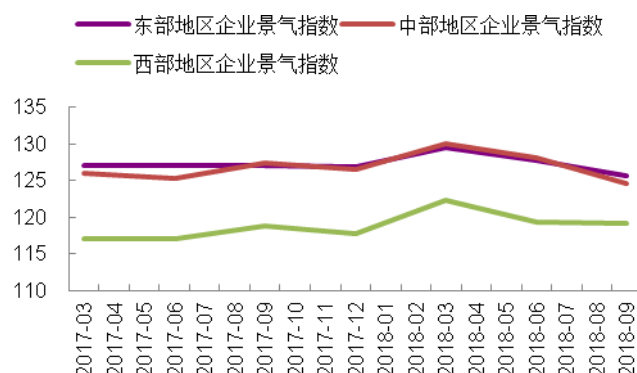
资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.2.2、需求端：商业活动下降，需求改善仍需等待

三大酒店集团约一半以上客源来自于商旅出行，受宏观经济影响，2018年商务活动有所下降。从16年Q4开始，入住率与平均房价双升带动整体Revpar增长，但2018年三大酒店集团入住率均有所下滑，仅依托提价带动整体Revpar增长，行业进入繁荣下半场。

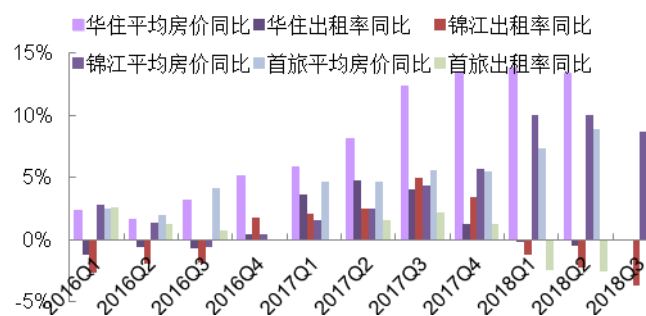
2017Q4-18Q1Revpar处于高点，高基数下，18Q4-19Q1预计仍将处于低速增长。

图 27：各地区企业景气指数



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 28：截至 18Q3 三大酒店集团出租率与平均房价情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.3、景区：降价导致传统景区承压，事件驱动带动景区增长

2.3.1、自然景区——降价背景下，2019 年业绩继续承压

18 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议表示“创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”。18 年下半年，传统景区响应李克强总理的讲话纷纷降低景区门票价格，降价之后，因景区旺季客流承载力有限，2019 年业绩增长仍有较大压力。

表 6：上市景区降价一览表（单位：元）

上市公司	景区	旺季降价前	旺季降价后	淡季降价前	淡季降价后
中青旅	乌镇东栅	120	110	120	110
	乌镇东西栅	200	190	200	190
	古北水镇	150	140	150	140
峨眉山 A	峨眉山	185	160	110	110
黄山旅游	黄山	230	190	150	150
三特索道	梵净山	110	100	90	90
桂林旅游	银子岩	80	65	80	65
	漓江游船三星	270	210	270	210
	漓江游船四星	450	360	450	360
	象山公园	80	55	80	55
	七星公园	55	45	55	45
丽江旅游	玉泉山索道	180	120	180	120
	云杉坪索道	55	40	55	40
	牦牛坪索道	60	45	60	45
张家界	武陵源核心景区	245	225	136	115
	环保车普通	65			
	环保车优惠	33			

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

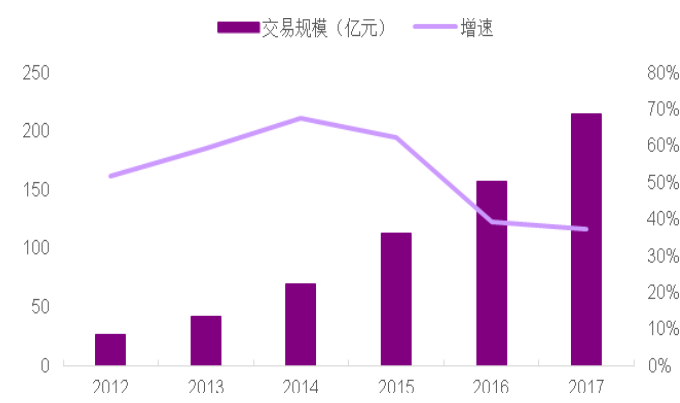
2.3.2、人工景区——周边游需求旺盛，长期受益

需求上：高铁通达性提升+自驾游崛起+假期不断碎片化，推动周边游市场发展。高铁“四纵、四横”通车后，各地之间的通行时间在高铁建成

后大大缩短，相邻省会城市间 1—2 小时、省内城市群 0.5—1 小时的高铁经济圈逐渐形成，促进周边游大力发展。

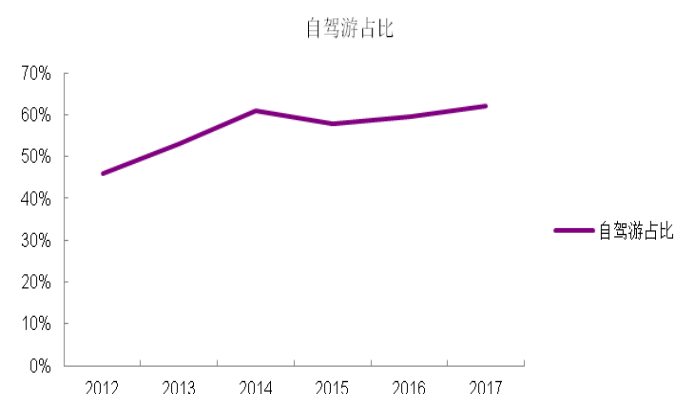
周边游主力人群自驾游群体不断扩大，自驾游在我国旅游方式占比不断提升，17 年自驾游群体占总出游人群 62%。

图 29: 15-17 我国在线旅游市场中周边游市场交易规模



资料来源：易观智库，光大证券研究所整理

图 30: 我国自驾游占比不断提升



资料来源：中国自驾游发展报告，光大证券研究所整理

我国 2007 年开始，法定节假日开始调整，将“五一”国际劳动节法定节假日由 3 天改为一天，并增设清明、端午、中秋为法定节假日，放假 1 天，我国由此前 3 个长假期减少为 2 个，短假期数量增多。

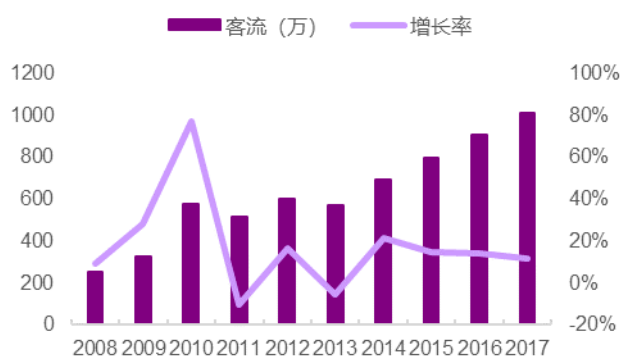
表 7: 我国法定节假日

	法定节假日天数	不包含周末放假天数
元旦节	1 天	1 天
春节	3 天	5 天
清明节	1 天	1 天
劳动节	1 天	1 天
端午节	1 天	1 天
中秋节	1 天	1 天
国庆节	3 天	5 天

资料来源：国务院网站，光大证券研究所整理

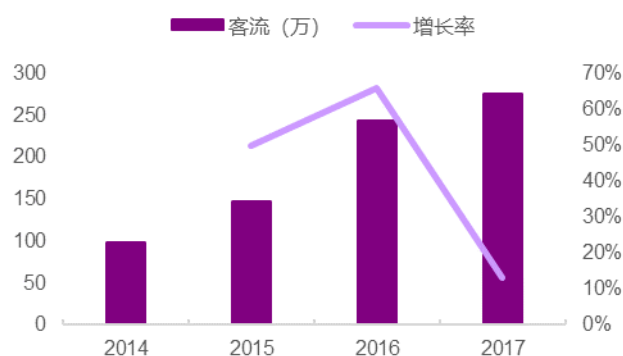
周边游需求旺盛，“小度假”类型产品如人造古镇类景区与旅游演艺类项目长期受益。像乌镇景区，距离杭州、苏州距离均为 60 公里，距上海 106 公里，客流从 2008 年的 252 万增长至 2017 年的 1013 万人次，复合增长率达 29%。古北水镇距北京市区 120 公里，2014 年开业，客流从 98 万人增长至 17 年的 276 万，复合增长率达 41%。2019 年业绩虽有降价影响，但幅度有限，影响不会太大，长期受益趋势仍未改变。

图 31：乌镇景区客流



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 32：古北水镇景区客流



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

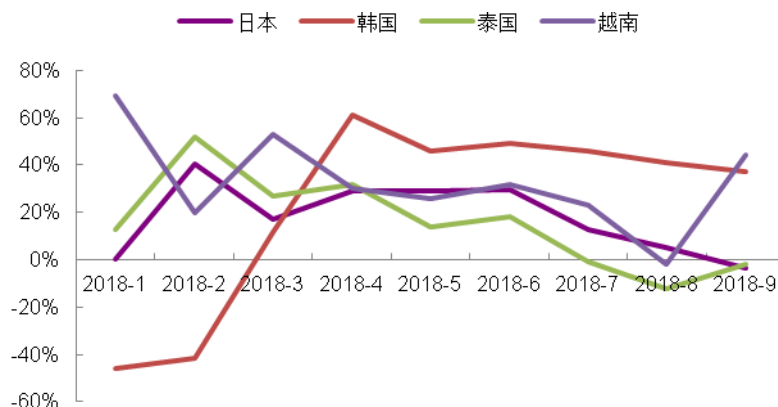
旅游演艺行业整体 14-17 年复合增速达 24%，其中宋城演艺千古情系列演出票房收入 16 年已占据全国旅游演出票房收入 30% 以上，龙头品牌效应下，轻资产输出项目将不断落地，第一个轻资产项目宁乡项目开业一年客流超过 400 万人次（宁乡市全年游客数量为 2100 万人次），宁乡项目成功预示除一二线城市与景区外，旅游演艺在靠近一二线城市的周边三四线城市仍有广阔扩张空间，未来旅游演艺行业头部受益仍将保持不变。

2.4、出境游：事件影响短期，经济汇率影响中期

亚洲游：短期：受个别事件影响，泰国等地出境游增速有所下滑（eg.7-10 月中国赴泰人数-11%），由于泰国是国内几大出境公司重要目的地，有的收入约三成来自于泰国，因此预计短期内出境游难有起色。

欧洲游：Forward Keys 最新调查显示，2018 年前 8 个月赴欧中国游客同比增长 4%，9-12 月预订数据同比增长 4.7%。主要还是新兴目的地游客增长，5-8 月，中国赴爱沙尼亚游客同比增长 45.3%，中国赴保加利亚游客同比增加 43.4%；南欧国家中，最受欢迎的是克罗地亚，5-8 月中国游客数量同比增长 46.2%，9-12 月预定数量同比增加 66.4%。但新兴目的地整体体量较小，影响有限。

图 27：亚洲重点目的地游客增速

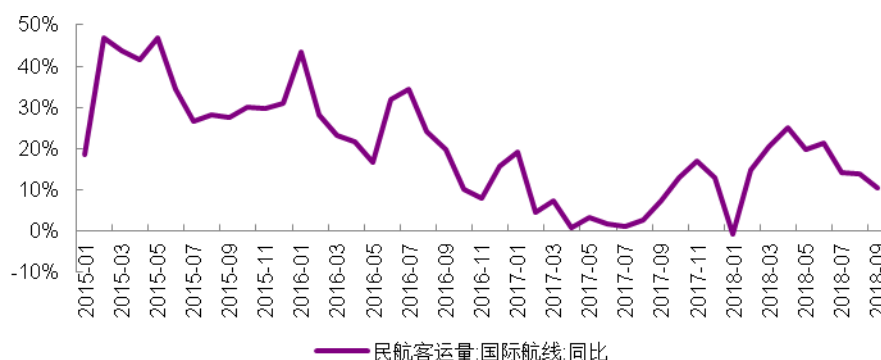


资料来源：各国旅游局，光大证券研究所整理

中期：经济放缓背景下，我们认为居民可选消费处于降级趋势，出境游整体出游率在 2018 年上半年的高基数上有所下降。另外由于产品在采购端大部分以人民币结算，人民币贬值虽对出境游终端价格影响有限，但对以出境购物为目的的人群吸引程度影响大。

未来高基数下，出境游 2019 年上半年预计仍将延续低增速，行业业绩反转或在下半年。

图 28：18 年国际航线旅客运输量



资料来源：民航局，光大证券研究所整理

长线上看，我们认为，中国护照含金量上升、签证持有渗透率不足 10% 空间大、多年累积国民财富增加、85 后把旅游当生活必须组成部分、国际航线增多，这些有利因素支撑出境游的长远健康发展。

2.5、其他：关注穿越周期的社服子版块

人力资源行业：短期看，2019 年社保新规后，企业在劳动合同管理、社会保险办理等方面需要更专业的服务，降低管理成本，因此有利于专业人力资源公司发展。

若经济持续疲软，为了节省人工成本，企业的灵活用工需求预计将有明显提升。对比日本，灵活用工占整体员工比例不断提升。

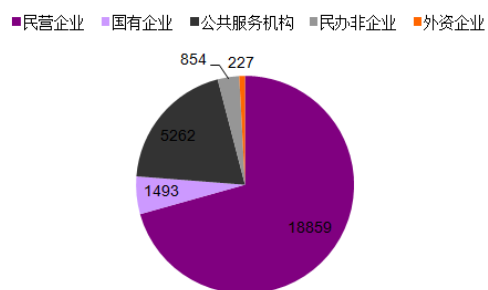
长期看，行业分散，集中度提升过程中龙头受益。

表 8：灵活用工与正式雇员对比

	正式员工	劳务派遣
社保	用人者义务为劳动者购买社保	无法定义务，由派遣公司购买
工作时间	固定	灵活
人员关系归属	用人单位	派遣公司

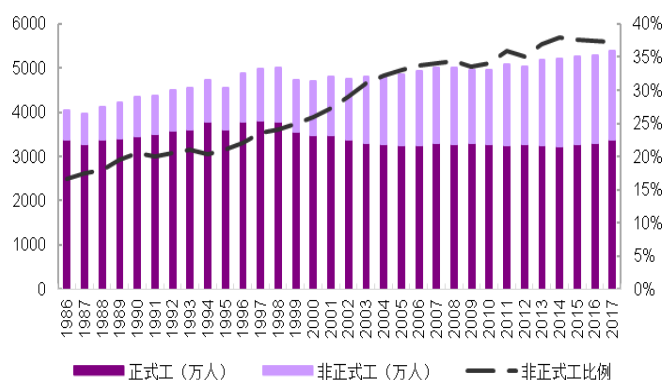
资料来源：光大证券研究所整理

图 29：国内人力资源企业分布（个）



资料来源：《2018HRRoot 全球人力资源服务机构 50 强榜单与白皮书》，光大证券研究所整理

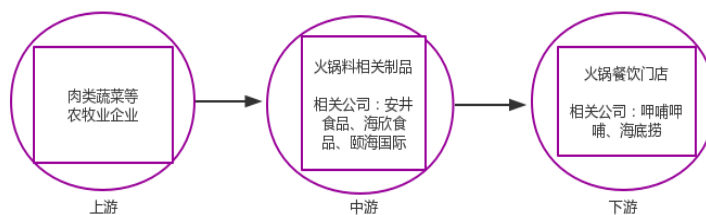
图 33：1986-2017 年日本正式员工与非正式员工占比



资料来源：日本总务省，光大证券研究所整理

餐饮行业：大众餐饮因其刚需属性，受经济影响程度低，一直保持着稳健增长，2019 年我们更看好大众类餐饮如火锅等相关产业链公司，其中中游公司安井食品龙头效应明显，具有对上下游很强的议价能力。

图 34：火锅产业链



资料来源：光大证券研究所整理

3、投资标的

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
300662	科锐国际	27.2	0.41	0.61	0.81	66	44	7.8	6.8	5.7	增持	首次
603345	安井食品	35.1	0.94	1.28	1.61	37	27	4.5	4.0	3.5	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 4 日

科锐国际

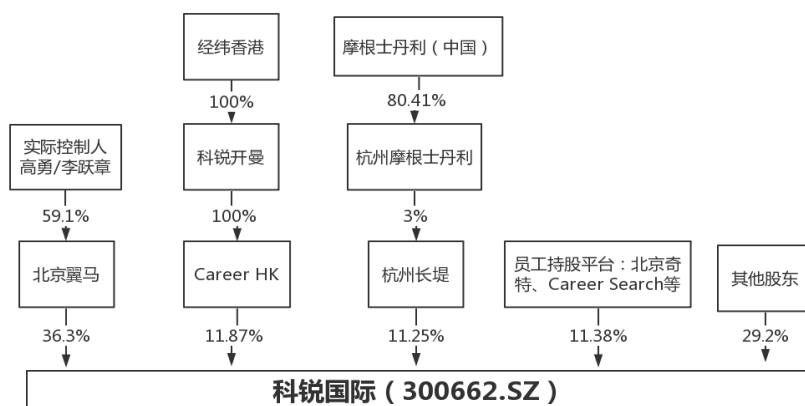
人力资源第一股, 保持国内龙头地位

科锐国际是领先的以技术驱动的整体人才解决方案服务商, 于 2015 年 1 月变更为股份有限公司, 2017 年 6 月在深交所创业板上市, 成为国内首家登陆 A 股的人力资源服务企业。截至 3Q18 末, 公司在全球共拥有 95 家分支机构, 自有员工 2176 人, 管理派出员工超过 1 万人, 在超过 18 个行业及领域为客户提供灵活用工、中高端人才寻访、招聘流程外包三大主营业务。在过去 22 年中, 科锐已与 3,000 余家客户建立长期合作关系。

2018 年前三季度公司实现营业收入 14.52 亿元 (YoY+76.02%), 归母净利 9209 万元 (YOY +62.00%), 扣非后归母净利为 8243 万元 (YOY +52.39%), 增速超出预期。剔除 Investigo 并表影响, 公司 2018 年前三季度营收同增 43.15%, 归母净利同增 52.77%。2018Q3 营收 7.26 亿元 (YOY +146.20%), 利润总额 4424 万元 (YOY +79.18%)。

公司股权集中, 获经纬创投、摩根士丹利参股。北京翼马 (持股 36.30%) 是公司控股股东, 根据 17 年年报, 高勇和李跃章合计持有北京翼马 59.10% 的股权, 并通过一致行动协议成为公司的共同实际控制人。经纬创投参与公司 A 轮融资, 目前通过 Career HK 持有公司 11.87% 股权; 摩根士丹利于 2014 年通过杭州长堤入股科锐, 目前持有公司 11.25% 股权; 公司员工持股平台北京奇特、Career Search 等, 目前合计直接持有公司股权约 11.38%。

图 35: 18Q3 股权结构图



资料来源: 公司公告, 天眼查, 光大证券研究所

➤ 灵活用工业务具有抗周期性

公司于 2006 年开始开展灵活用工服务，定位在 1.5-1.7 亿的大学毕业以上白领群体，截至 3Q18，灵活用工（含 Investigo）派出人员量达到 10400 人。客户以业务完成量或岗位人员工作开展情况进行结算。1H18，灵活用工业务实现营收 4.28 亿元/+ 43.32%，在三大主营业务中增速最快。

表 9：灵活用工与传统劳务派遣的区别

类别	传统劳务派遣	灵活用工
合同形式	公司与客户签订劳务派遣协议	公司与客户签订合同的主要的形式为服务委托协议、业务外包、岗位外包、业务流程外包。
用工风险承担	客户承担用工风险，客户给被派遣劳动者造成损害的，公司与客户承担连带赔偿责任。	公司承担全方位的用工风险，客户不承担用工风险
派出人员的后续管理	客户控制业务进展，派遣员工完全受控于客户，由客户对其进行管理，公司不参与派遣员工提供服务过程中的管理。	公司需要参与业务的进程，在业务执行过程中，为客户提供员工入职前、在岗到离职的全流程管理服务。
薪酬决定方式	员工被派遣至客户工作，通常按照客户的正式员工实行同工同酬，员工的工资以及“五险一金”均由客户决定。	公司主导派出人员工资标准的制定，对于医药研发岗位、工厂流水线岗位等，完全由公司决定。
收费标准	按派出人员的数量收费，一般人均每月 80-300 元不等，由于业务附加值低，收费较低。	业务附加值高，收费较高，一般按照业务量折算项目所需人员数量，在人员成本基础上 加成风险金和合理溢价进行收费，对于终端销售岗位，达到工作成果。考核要求的，给予一定的提成。

资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

从提供的岗位划分，公司目前经营灵活用工服务涉及专业类岗位外包服务、通用类岗位外包服务以及办公室行政岗位外包服务。

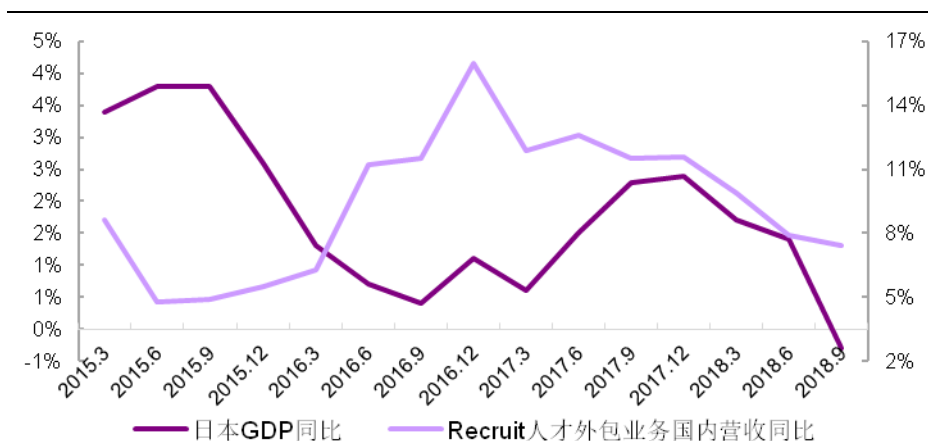
表 10：科锐国际灵活用工业务所提供岗位举例

岗位类别	具体岗位	子公司名称
通用类岗位	工厂流水线岗位	苏州科锐尔、亦庄人力、西藏亦庄
	终端销售岗位	上海康肯
	酒店服务岗位	科锐征信
	快消、房地产的促销员	香港 AP
	电商业务运营岗位	杭州锐致
专业类岗位	医药研发岗位	北京欧格林
	电商业务研发	杭州锐致
	IT 研发工程师岗位	上海科之锐
行政类岗位	办公室行政岗位	上海科之锐

资料来源：招股说明书，公司公告，光大证券研究所

灵活用工业务具有显著抗周期性。正式用工成本较高，而灵活用工在经济下行期间对正式工形成有效替代，平滑失业带来的用工短缺问题；而在经济上行期间，由于用工需求全面扩张，灵活用工依然可以保持增长。以世界四大人力资源公司之一日本 Recruit 为例，在 15Q3-16Q3 宏观经济增速显著下行，其人才外包业务（Staffing）本土营收增速与 GDP 增速之间负相关。

图 36：以 Recruit 日本人才外包业务为例，灵活用工具有逆周期性



资料来源：Wind，公司官网，光大证券研究所

➤ 招聘流程外包：项目制管理，先发优势强

科锐国际于 2008 年率先在国内推出招聘流程外包业务，并在苏州、印度班加罗尔、西安先后设立候选人访寻中心。公司提供的是端到端招聘流程外包业务，即客户把整体的招聘流程全部外包给公司完成。每年执行大型跨国及本土招聘项目 200 余个，每年为客户成功招聘超过 15,000 名员工。目前收费方式可分为固定收费和变动收费，固定收费主要是本公司提供驻场招聘服务的业务人员在每月完成相应服务后，公司按照合同约定的金额收取费用；变动收费则根据客户需求，在相应招聘流程节点的服务完成后收取费用。

➤ 海外业务 2018 年并表后继续贡献业绩增量

Investigo 成立于 2003 年，主要为在英国提供金融财务方面的灵活用工与中高端人才寻访业务。2018 年 6 月科锐国际正式完成对 investigo 的收购，收购 Investigo 后有助于公司在金融财务领域人力资源发展，与公司其他业务协同。

Investigo 2018 年下半年并表，2019 年将继续贡献业绩增量（2018 年 Q3 单季度权益利润 545 万）。

关键建设：考虑到人力资源服务行业尚处于成长期，未来市场空间广阔，以及公司作为行业龙头将明显受益。公司在国内积极设立分支机构拓展业务，并购 Investigo 布局欧洲市场，在“一带一路”政策的推动下有望继续发力全球布局。因此，我们假设公司三大业务板块持续增长靓丽，主要业务灵活用工业务预计 18-20 年营收增速分别为 48%，50%，50%，中高端人才寻访业务预计 18-20 年营收增长为 35%，30%，30%，招聘流程外包业务预计 18-20 年营收增速为 35%，公司整体毛利率受低毛利率灵活用工业务扩张影响，预计 18-20 年为 20%，19.5%，19.5%。

表 11：科锐国际收入拆分表

单位：亿元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	11.35	21.12	31.96	43.71
增速%	30.91%	86.04%	50.30%	34.57%
灵活用工	6.56	9.71	14.56	21.84

增速%	42.30%	48.00%	50.00%	50.00%
中高端人才寻访	3.17	4.28	5.56	7.23
增速%	21.92%	35.00%	30.00%	30.00%
招聘流程外包	1.22	1.65	2.22	3
增速%	8.93%	35.00%	35.00%	35.00%
其他主营业务	0.40	0.48	0.58	0.69
增速%	17.65%	20.00%	20.00%	20.00%
investigo		5.00	10.00	12.00
增速%			100.00%	20.00%

资料来源：2017 年公司年报，光大证券研究所测算

盈利预测：我们给予公司 18-20 年 EPS 预测为 0.61/0.81/0.99 元，对应 2019 年 1 月 4 日收盘价时 18-20 年 PE44、34、27 倍，对比 2017 年 62 倍 PE（2017 年底 PE(TTM) 为 63 倍）已有不小回落。可比美国人力服务公司 Manpower2017 年 PE 15 倍，17 年业绩同比增速 23%，15-17 年业绩平均增速 4%。公司呈现高成长高估值的特点，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动，并购项目不达预期。

表 12：业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	868.14	1,135.07	2,111.66	3,173.85	4,270.98
营业收入增长率	18.54%	30.75%	86.04%	50.30%	34.57%
净利润（百万元）	61.55	74.34	110.17	145.48	178.78
净利润增长率	-6.51%	20.78%	48.20%	32.05%	22.89%
EPS（元）		0.41	0.61	0.81	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.99%	11.90%	15.30%	17.05%	17.59%
P/E		66	44	34	27
P/B		7.8	6.8	5.7	4.8

资料来源：wind，光大证券研究所测算，股价时间：2019 年 1 月 4 日

安井食品

公司 2018 年前三季度实现收入 29.41 亿元，同比增长 20.59%，归属上市公司股东净利润 1.96 亿元，同比增长 41.22%，归属上市公司股东扣非净利润 1.75 亿元，同比增长 44.88%，对应每股收益 0.90 元。

➤ 成本管控+产能持续释放，行业龙头优势尽显

火锅底料龙头，公司 2017 年市占率约 9.4%，领跑行业。采购规模巨大，其中淡水鱼浆采购占行业一半以上，对上游供应商有较强的议价权。

公司于江苏、辽宁、四川、湖北和河南陆续投资建厂以满足市场需求，2018 年预计产能接近 40 万吨，新建工厂投产后，预计将贡献每年 20%的新增产能，扩张不仅能缓解当前的供需矛盾，也将推动未来营收的增长。

在营销方面，公司经过几年的发展，目前已经建立了包括 5 个分公司与 30 个联络处的非常强大的销售模式和营销网络。

➤ 新业务小龙虾

此外，公司从 2017 年开始试水小龙虾业务，2018 年初参股新宏业水产 19% 股权布局小龙虾产能，重磅推出“洪湖诱惑”小龙虾。4-8 月小龙虾旺季，二三季度小龙虾业务表现突出，为业绩增长做出贡献。

盈利预测：我们维持 18-20 年 EPS 为 1.28 元/1.61 元/2.04 元，对应 2019 年 1 月 4 日收盘价时 18-20 年 PE27、22、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；食品安全问题；小龙虾业务不及预期。

表 13：业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,996.50	3,484.01	4,247.56	5,209.49	6,281.83
营业收入增长率	17.00%	16.27%	21.92%	22.65%	20.58%
净利润（百万元）	177.41	202.43	277.57	347.49	439.94
净利润增长率	38.23%	14.11%	37.12%	25.19%	26.60%
EPS（元）	0.82	0.94	1.28	1.61	2.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.66%	11.95%	14.53%	15.98%	17.53%
P/E	43	37	27	22	17
P/B	7.5	4.5	4.0	3.5	3.0

资料来源：wind，光大证券研究所测算，股价时间：2019 年 1 月 4 日

4、建议关注

中国国旅

2018 年前三季度，公司实现营业收入 341.01 亿元，同比增长 64.39%，归母净利润 27.05 亿元，同比增长 41.79%，EPS（稀释）为 1.39 元。其中，18Q3 营收 130.17 亿元，同比+59.19%，归母净利润 7.86 亿元，同比+29.34%。

➤ 龙头效应，毛利率继续提升

投资逻辑不变，并购日上之后整合效果逐渐体现，免税整体毛利率未来在规模效应下仍有提升空间。

➤ 政策利好未来空间广阔

近期海南离岛免税政策落地，免税限额放宽，更将强化海南战略布局，争取相关离岛免税政策放宽尽快落地。叠加未来市内免税店落地预期（上海市内免税店公司已注册成立），未来成长空间广阔。

风险提示：宏观经济增速下行；毛利率增长、政策落地等不及预期。

宋城演艺

2018 年前三季度，公司实现营业收入 24.71 亿元，同比增长 6.77%，归母净利润 11.47 亿元，同比增长 25.01%，EPS（稀释）为 0.79 元。其中，18Q3 营收 9.60 亿元，同比+4.13%，归母净利润 4.82 亿元，同比+22.31%。

➤ 多地项目滚动落地，二轮扩张项目开启。

漓江千古情 2018 年 8 月开业，预计 2019 年度过培育期后大幅增长，轻资产宜春项目、重资产西安项目、张家界项目预计 2019 年推出，新项目将为 2019 年业绩带来新增长。

➤ 原有项目高基数下仍保持稳健增长

原有项目在高基数上保持稳健增长，三亚、丽江、杭州本部预计仍将保持 10%以上增长。其中三亚与丽江项目都将保持 20%以上业绩增长。

风险提示：六间房重组事项、旅游市场整治、项目推进不及预期。

5、风险提示

1) 宏观经济景气度影响可选消费下滑。假如经济增长不及宏观经济市场预期，可选消费受影响，社服板块业绩仍将承压

2) 自然天气/经济/恐袭等不可控因素游客量低于预期。旅游行业是“靠天吃饭”的行业，外部存在较多干扰重大的不可控因素，比如下雨多、恐怖袭击等都影响客流；旅游还是可选消费，经济若下滑，也会造成负面影响。

3) 除此之外，游客量波动可能是竞品景区/酒店等分流、营销宣传不到位、旅游消费热点变化等导致。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
国际业务	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
私募业务部	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com