

强于大市

社会服务行业 2022 年三季报综述

Q3 环比改善，经营韧性凸显

上半年行业受疫情冲击严重，暑期景气度短暂抬升，行业在曲折中复苏。Q3 出行管控边际放松，各企业抓住窗口期积极修复，板块盈利状况环比改善，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **出行板块环比改善，人服表现稳定。**申万社会服务板块 22Q1-3 共实现营收 734.71 亿元，同比降-16.49%，恢复至 19 年同期水平的 58.08%；实现归母净亏损 9.91 亿元，同比降 176.05%，恢复情况不及 20 年同期。22Q3 共实现营收 283.07 亿元，同比降 13.67%，环比 22Q2 增长 14.32%；实现归母净利润 15.58 亿元，同比增长 325.52%，环比 22Q2 增长 326.80%。细分板块业绩分化显著，22Q3 酒店餐饮、旅游景区等出行板块环比恢复较快，人力资源板块保持稳定增长。
- **持仓比例环比下降，仍处历史低位水平。**申万 31 个一级行业中，社服板块重仓基金达 514 家/环比+32 家；基金重仓持股总市值为 212.35 亿元/环比-26.98%；持股市值占基金股票投资市值比为 0.36%/环比-0.07pct。重仓股中免税、酒店板块排名靠前，但普遍遭减持。
- **免税：**Q3 海南疫情反复持续影响赴岛客流，线下免税经营受阻，行业复苏不达预期。伴随着海南地区免税经营主体增加，免税市场进一步扩容，有望催化赴岛客流提升，助推离岛免税强劲复苏。
- **酒店：**疫情相对平稳状态下，酒店企业业绩环比 Q2 快速回升，龙头企业恢复进展分化且拓店放缓，华住、锦江恢复较快，首旅酒店复苏相对缓慢；各企业仍坚持中高端供给结构调整，契合商旅及休闲度假需求。
- **餐饮：**疫情影响减弱，本地消费延续回暖态势，社零数据改善，大型餐企展现出较大经营韧性和较高的恢复弹性。商务及宴席刚性需求持续存在，伴随疫情好转，消费场景恢复，利好餐饮行业高弹性复苏。
- **旅游&景区：**暑期旅游热度高增，后续疫情扰动下节假日客流恢复偏弱，各企业积极修炼内功降本增效，Q3 盈利环比改善。目前赴港澳政策放松，多家航司恢复并增班国际航线，为出境游市场恢复释放积极信号，疫情稳定和政策利好下有望迎来高弹性复苏。
- **人服：**就业景气度小幅回升，高校毕业生就业压力仍处高位。互联网经济发展下，雇佣关系趋于多元，新兴职位增长迅速，市场供需匹配度有待提高，人服行业将在赋能就业供需两端具有较大发展潜力。

投资建议

- 推荐免税板块的中国中免，餐饮板块的同庆楼，酒店板块的君亭酒店、锦江酒店、首旅酒店；旅行社板块的中青旅、众信旅游、岭南控股；景区板块的宋城演艺、天目湖、丽江股份、长白山，人服板块的科锐国际。

评级面临的主要风险

- 新冠病毒疫情反复，行业复苏不及预期、政策落地及执行不及预期。

相关研究报告

《22Q3 国内旅游数据点评：Q3 市场环比回暖，防控边际放宽复苏有望提速》20221104

《社会服务行业周报：免税日销破纪录，跨国游恢复预期提升》20221030

《社服与消费视角点评 9 月国内宏观数据：社零增速放缓，可选消费需求仍待提高》20221026

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

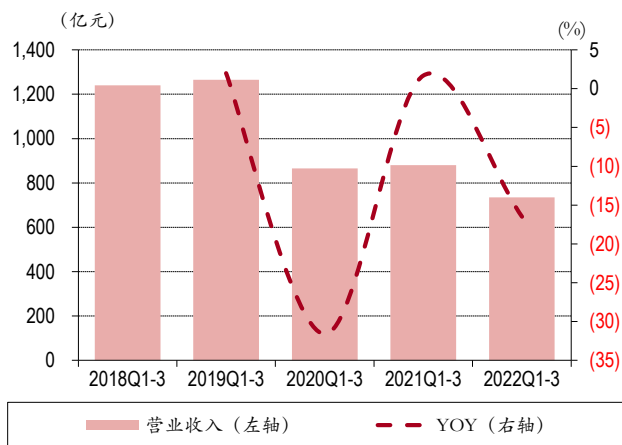
一般证券业务证书编号：S1300122070014

1 22Q1-3&22Q3 总结：出行板块环比恢复，人服表现稳定

1.1 22Q1-3 总结：疫情承压业绩整体下滑，细分板块分化显著

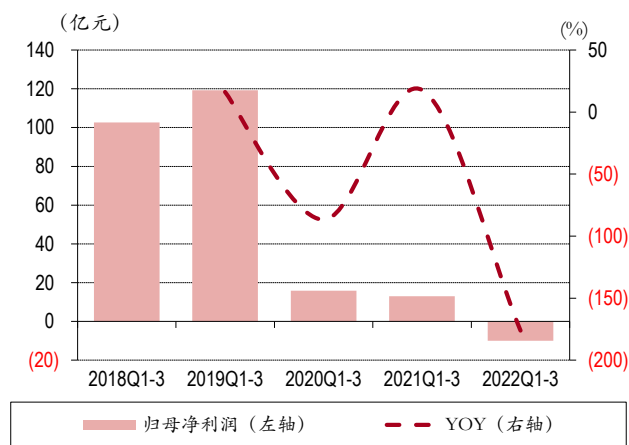
疫情承压业绩同比下滑，表现不及 20 年同期。申万社会服务板块 22Q1-3 共实现营收 734.71 亿元，同比降 16.49%，恢复至 19 年同期水平的 58.08%；受疫情扰动影响，实现归母净亏损 9.91 亿元，同比降 176.05%，恢复情况不及 20 年同期（20Q1-3 板块实现营收 865.07 亿元，归母净利润 15.85 亿元）。

图表1.申万社会服务板块营收及增长



资料来源：万得，中银证券

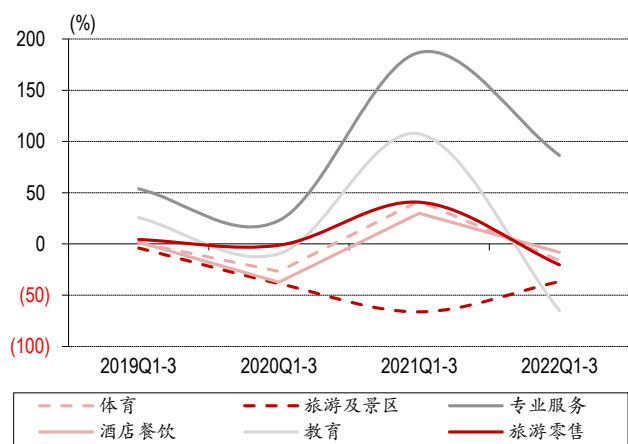
图表2.申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源：万得，中银证券

细分板块分化显著，酒店餐饮业绩跌幅居前。（1）营收同比增速方面，专业服务板块增速放缓，其他板块均同比下跌：专业服务（+86.53%）>酒店餐饮（-8.2%）>体育（-16.32%）>旅游零售（-20.74%）>旅游景区（-36.71%）>教育（-65.00%）。（2）归母净利润同比增速方面，酒店餐饮业绩下跌最为显著：专业服务（+31.86%）>旅游零售（-45.49%）>旅游景区（-165.17%）>教育（-283.05%）>体育（-423.74%）>酒店餐饮（-733.21%）。

图表3.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表4.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

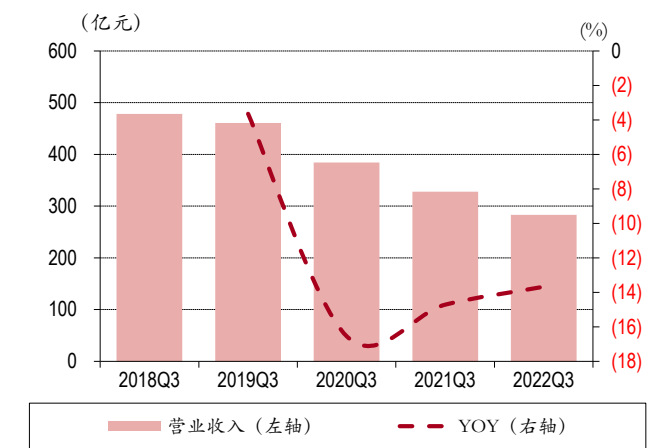
归母净利润同比增速(%)	2020Q1-3	2021Q1-3	2022Q1-3
体育	(273.71)	90.53	(423.74)
旅游及景区	(77.92)	(128.13)	(165.17)
专业服务	39.29	243.91	31.86
酒店餐饮	(150.23)	88.35	(733.21)
教育	(12.84)	(77.30)	(283.05)
旅游零售	(24.58)	168.35	(45.49)

资料来源：万得，中银证券

1.2 22Q3 总结：板块业绩同比好转，环比 Q2 明显改善

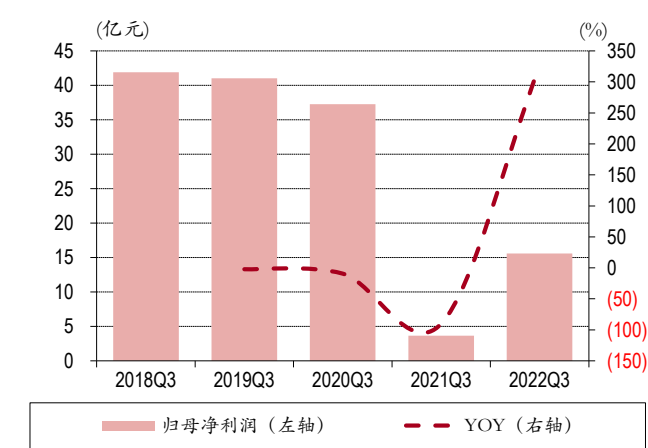
板块业绩同比好转，环比 Q2 改善明显。申万社会服务板块 22Q3 共实现营收 283.07 亿元，同比降 13.67%，环比 22Q2 实现小幅增长 14.32%，恢复至 19 年同期水平的 61.45%；实现归母净利润 15.58 亿元，同比增长 325.52%，环比 22Q2 增长 326.80%，同比增幅大主要系 21Q3 疫情影响严重叠加“双减”政策颁布实施，出行及教育行业发展受挫导致基数较低。

图表5.申万社会服务板块营收及增长



资料来源：万得，中银证券

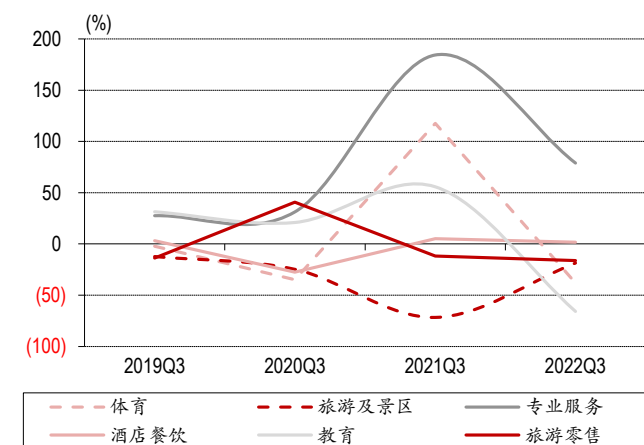
图表6.申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源：万得，中银证券

出行板块利润大幅回升，专业服务板块平稳增长。(1) 营收同比增速方面，专业服务板块保持稳定增长：专业服务(+79.03%)>酒店餐饮(+1.78%)>旅游零售(-16.17%)>旅游景区(-18.54%)>体育(-38.09%)>教育(-65.80%)。(2) 归母净利润同比增速方面，本地消费领先恢复，酒店餐饮出现较大幅度提升，酒店餐饮(+3949.00%)>教育(+263.08%)>旅游景区(+207.83%)>专业服务(+35.07%)>旅游零售(-77.96%)>体育(-295.90%)。

图表7.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表8.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润同比增速(%)	2020Q3	2021Q3	2022Q3
体育	(1,370.52)	112.07	(295.90)
旅游及景区	(5.95)	(111.09)	207.83
专业服务	88.51	186.44	35.07
酒店餐饮	(90.02)	(93.72)	3,949.00
教育	133.02	(110.60)	263.08
旅游零售	143.75	40.22	(77.96)

资料来源：万得，中银证券

1.3 重点标的总结：Q3 出行板块表现好转，人服公司稳定增长

出游板块表现好转，人服板块稳定增长。22Q3 酒店餐饮、旅游景区、旅行社等出行板块业绩明显改善，除首旅酒店、豫园股份和中国中免以外，其他重点公司归母净利润较去年同期均有所提升，其中丽江股份同比高增 8764.15%，天目湖同比增 4829.87%。众信旅游降本控费成效显著，亏损较上年同期收窄。商贸零售板块豫园股份营收同比增 19.35%，归母净利润同比降 45.35%。旅游零售板块中国中免业绩下滑，营收及归母净利润同比分别降 16.17%、77.96%。人服公司科锐国际持续优异表现，疫情压力下 22Q1-3 仍实现归母净利润 2.17 亿元，同比增长 15.54%。

图表9. 重点标的营收及利润状况（亿元）

板块	公司名称	营业收入					归母净利润				
		22Q2	22Q3	YOY(%)	22Q1-3	YOY(%)	22Q2	22Q3	YOY(%)	22Q1-3	YOY(%)
酒店餐饮	锦江酒店	27.21	30.52	(1.15)	80.94	(3.06)	0.02	1.60	73.54	0.42	(56.71)
	首旅酒店	11.18	15.07	(4.72)	38.38	(18.79)	(1.52)	0.53	(11.64)	(3.31)	(364.65)
	君亭酒店	0.79	1.07	63.48	2.48	16.79	0.11	0.11	48.90	0.26	(23.10)
	同庆楼	3.21	5.02	52.49	12.47	11.23	(0.02)	0.67	688.57	0.88	10.41
旅游景区	天目湖	0.33	1.54	70.61	2.43	(23.56)	(0.32)	0.56	4,829.87	0.02	(94.34)
	宋城演艺	0.26	2.76	(1.66)	3.88	(61.78)	0.09	1.05	93.51	0.76	(82.48)
	丽江股份	0.37	1.77	101.91	2.56	(11.64)	(0.25)	0.80	8,764.15	0.27	143.52
	长白山	0.07	1.33	21.70	1.61	1.57	(0.37)	0.46	9.67	(0.26)	4.30
	中青旅	14.81	19.52	(27.99)	48.14	(22.73)	(0.93)	0.34	831.18	(1.71)	(558.96)
旅行社	岭南控股	1.87	4.80	4.80	8.54	(28.33)	(0.24)	0.04	205.16	(0.96)	2.99
	众信旅游	0.67	1.49	(21.96)	2.75	(45.34)	(0.24)	(0.51)	38.24	(1.32)	35.84
专业服务	科锐国际	22.15	24.11	19.18	68.18	31.63	0.79	0.86	0.86	2.17	15.54
商贸零售	豫园股份	97.71	114.19	19.35	334.29	2.99	4.20	1.49	(45.35)	9.03	(46.79)
旅游零售	中国中免	108.68	117.14	(16.17)	393.64	(20.47)	13.74	6.90	(77.96)	46.28	(45.48)

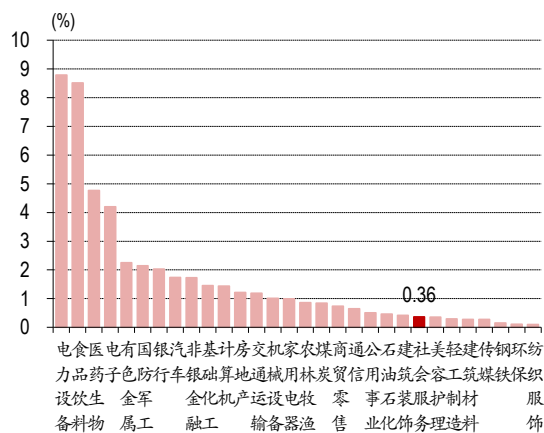
资料来源：万得，中银证券

2 基金持仓总结：持仓比例环比下降，仍处历史低位水平

2.1 社服行业总体基金持仓分析

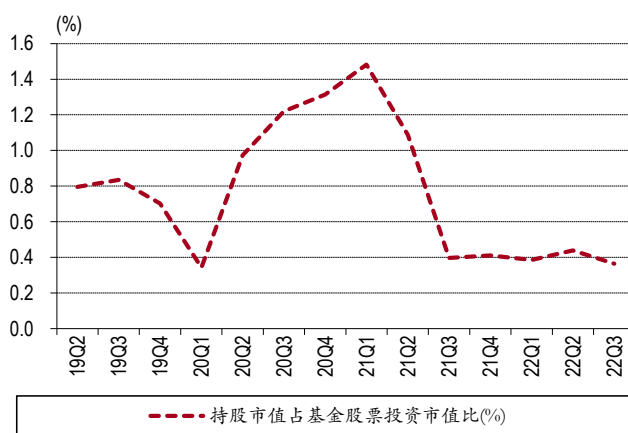
22Q3 机构重仓环比下降，与疫前水平尚有差距。根据基金 22Q3 重仓持股数据（本文剔除港股标的），在中万 31 个一级行业中，社服板块重仓基金达 514 家/环比+32 家；基金重仓持股总市值为 212.35 亿元/环比-26.98%；持股市值占基金股票投资市值比为 0.36%/环比-0.07pct。相较历史分位，目前社服行业的基金持股占比处于较低水平，伴随着出行政策边际放松，行业信心和景气度回升，机构重仓持股比例有望进入上升通道。

图表10. 中万一级行业持股市值占基金股票投资市值比



资料来源：万得，中银证券

图表11. 社服行业历史基金重仓持股变化



资料来源：万得，中银证券

2.2 社服行业核心标的基金持仓分析

重仓股中免税、酒店板块排名维持前列。剔除中万二级行业中的专业检测板块：（1）从持有基金数来看，与 22Q2 相比，前三名保持不变，依然为中国中免、锦江酒店、首旅酒店，此外，峨眉山 A 持有基金数增 7 家至 11 家，跃居第八；（2）从持股总市值来看，与 22Q2 相比，中国中免仍以 290.95 亿元居于首位，锦江酒店、首旅酒店分别为 77.59 亿元、31.97 亿元居于第二、三名；（3）从持股数量占流通股数量比来看，相较于 Q2，锦江酒店跃居第一位，占比为 14.72%，首旅酒店、中国中免为第二、三名，占比分别为 13.96%、7.52%，君亭酒店持股占流通股比例为 7.32%，降至第四位。

图表12. 22Q2 社服行业基金重仓股前 10

排序	代码	简称	持有基金数 (家)	代码	简称	持股总市值 (万元)	代码	简称	持股占流通股比(%)
1	601888.SH	中国中免	598	601888.SH	中国中免	2,909,507	600754.SH	锦江酒店	14.72
2	600754.SH	锦江酒店	126	600754.SH	锦江酒店	775,904	600258.SH	首旅酒店	13.96
3	600258.SH	首旅酒店	76	600258.SH	首旅酒店	319,701	601888.SH	中国中免	7.52
4	300144.SZ	宋城演艺	25	300144.SZ	宋城演艺	132,656	301073.SZ	君亭酒店	7.32
5	300662.SZ	科锐国际	14	300662.SZ	科锐国际	29,506	002159.SZ	三特索道	5.95
6	600138.SH	中青旅	14	301073.SZ	君亭酒店	19,927	300144.SZ	宋城演艺	4.83
7	301073.SZ	君亭酒店	11	002159.SZ	三特索道	9,028	300795.SZ	米奥会展	4.77
8	000888.SZ	峨眉山 A	11	600138.SH	中青旅	6,430	300662.SZ	科锐国际	4.43
9	603136.SH	天目湖	7	603136.SH	天目湖	4,763	300860.SZ	锋尚文化	1.98
10	002159.SZ	三特索道	5	300795.SZ	米奥会展	4,328	002858.SZ	力盛体育	1.18

资料来源：万得，中银证券

免税：中国中免机构持仓占比环比下降。22Q3，中国中免重仓基金数环比增 16 家至 598 家，持仓总市值环比降 17.04%至 290.95 亿元，持股占流通股环比降 0.19pct 至 7.52%。

酒店餐饮：板块普遍遭减持。22Q3，锦江酒店重仓基金数环比增 3 家至 126 家，持仓总市值环比降 23.76%至 77.59 亿元，持股占流通股环比降 2.98pct 至 14.72%；首旅酒店重仓基金数维持 76 家不变，持仓总市值环比降 15.13%至 31.97 亿元，持股占流通股环比降 0.23pct 至 13.96%；君亭酒店重仓基金数减 10 家至 11 家，持仓总市值环比降 69.29%至 1.99 亿元，持股占流通股环比降 23.67pct 至 7.32%；同庆楼重仓基金数增 1 家至 2 家，持仓总市值环比降 86.01%至 0.03 亿元，持股占流通股环比降 0.81pct 至 0.12%。

旅游景区：板块总体遭减持，峨眉山 A、众信旅游逆势增长。22Q3，天目湖重仓基金数环比减少 1 家至 7 家，持仓总市值环比增 35.59%至 0.48 亿元，持股占流通股环比增 0.32pct 至 0.98%；峨眉山 A 重仓基金数环比增 7 家至 11 家，持仓总市值环比增 60.84%至 0.34 亿元，持股占流通股环比增 0.51pct 至 0.95%；众信旅游重仓基金数维持 3 家不变，持仓总市值环比增 200.07%至 0.21 亿元，持股占流通股环比增 0.29pct 至 0.42%。

人服：科锐国际减持幅度明显。22Q2，科锐国际重仓基金数较 22Q12 保持 14 家不变，持仓总市值降 63.37%至 2.95 亿元，持股占流通股环比降 3.51pct 至 4.43%。

图表13. 22Q3 社服行业核心标的基金持仓变化

行业	代码	简称	持有基金数 (家)	环比变动 (家)	持股总市值 (万元)	环比变动 (%)	持股占流通股比 (%)	环比变动 (pct)
免税	601888.SH	中国中免	598	16	2,909,506.97	(17.04)	7.52	(0.19)
	600138.SH	中青旅	14	(16)	6,430.19	(84.74)	0.81	(3.70)
旅游及景区	603136.SH	天目湖	7	(1)	4,763.34	35.59	0.98	0.32
	002707.SZ	众信旅游	3	0	2,133.67	200.07	0.42	0.29
	300144.SZ	宋城演艺	25	(22)	132,656.37	(31.40)	4.83	(0.67)
酒店餐饮	600258.SH	首旅酒店	76	0	319,701.37	(15.13)	13.96	(0.23)
	600754.SH	锦江酒店	126	3	775,903.95	(23.76)	14.72	(2.98)
	301073.SZ	君亭酒店	11	(10)	19,926.57	(69.29)	7.32	(23.67)
	605108.SH	同庆楼	2	1	250.19	(86.01)	0.12	(0.81)
人服	300662.SZ	科锐国际	14	0	29,505.51	(63.37)	4.43	(3.51)

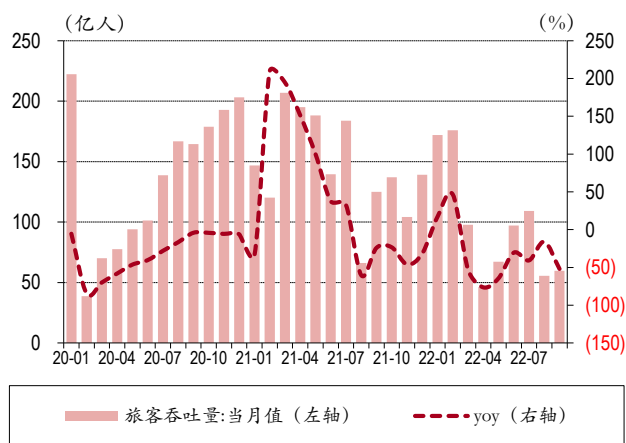
资料来源：万得，中银证券

3 免税：疫情冲击暂缓复苏，市场扩容焕新活力

3.1 免税行业：22Q3 疫情影响赴岛客流，离岛免税扩容再注活力

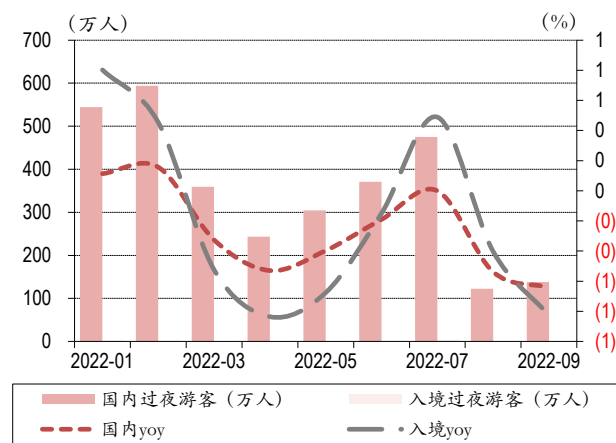
Q3 海南客流量下滑，离岛免税持续承压。疫情反复致海南客流量延续下滑趋势，线下免税经营受限。7、8、9 月海南接待过夜游客 478.81 万、123.20 万、138.04 万人次，同比+0.26%、-53.69%、-64.23%；根据美兰机场数据，7、8、9 月机场旅客吞吐量同比-40.64%、-15.99%、-52.15%。离岛免税购物人次同比-22.72%、-33.03%、-64.61%，销售金额同比+8.71%、-43.22%、-69.09%。国庆假期期间，离岛免税日均销售额超 1.5 亿元人民币，前六天海南 10 家离岛免税店进店人数 26.95 万人次，疫情影响减弱后，市场呈现回暖态势。总体来看，暑假传统旺季恢复不达预期，离岛免税持续承压。

图表14.美兰机场旅客吞吐量



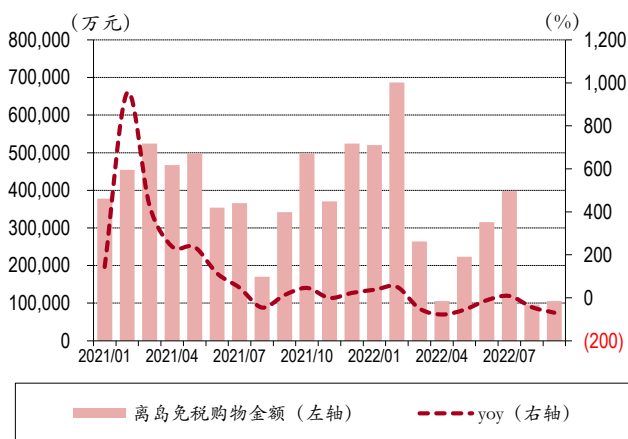
资料来源：美兰机场官网，中银证券

图表15.海南过夜游客人次



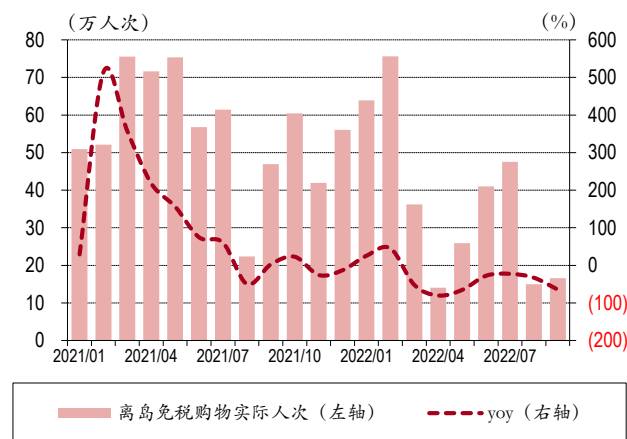
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表16.海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

图表17.海南离岛免税购物人次



资料来源：海口海关，中银证券

海南地区免税经营主体增加，离岛免税市场扩容。海口免税城已于 10 月 28 日正式开业，成为世界最大单体免税店，王府井国际免税港计划于 2023 年 1 月开业。海南地区免税经营主体加速入局，涉及市县将增为海口、三亚、琼海、万宁 4 个，布局更加均衡合理，离岛免税店增至 12 家，全省离岛免税店经营面积增加一倍以上，由现有的 22 万平方米增至超过 50 万平方米，各免税门店品牌数量超 1500 个。三亚国际免税城一期二号地商业地块已完成主体结构施工，建设工作稳步推进中。多方经营主体入局加速离岛免税市场扩容，拓展品牌数量，将为离岛免税市场注入新活力。

图表18. 海南离岛免税主体运营状况

运营主体	免税店	城市	项目期	商业面积	开业时间
中免	三亚国际免税城	三亚	一期	7.2 万 m ²	2014.09.01
			二期	3.4 万 m ²	2020.01.17
	三亚凤凰机场免税店	三亚		800 m ² (计划增 5000 m ²)	2020.12.30
	海口国际免税城	海口		19.15 万 m ²	2022.10.28
海免	博鳌免税店	琼海		4200 m ²	2019.01.19
	海口日月广场免税店	海口		2.2 万 m ²	2019.01.19
	海口美兰机场免税店	海口	一期	1.4 万 m ²	2011.12.21
			二期	9313 m ²	2021.12.02
海发控	全球精品海口免税城	海口	一期	3260 m ²	2021.01.31
			二期	27780 m ²	2021.08.30
			三期	6000 m ²	2021.11.30
海旅投	三亚海旅投免税城	三亚		9.5 万 m ²	2020.12.20
深免	海口观澜湖免税店	海口	一期	2 万 m ² (规划共 10 万 m ²)	2021.01.31
中出服	三亚国际免税购物公园	三亚	一期	1.5 万 m ²	2020.12.30
			二期	2.5 万 m ²	2021.10.01
王府井	王府井国际免税港	万宁		10.25 万 m ²	预计 2023 年 1 月

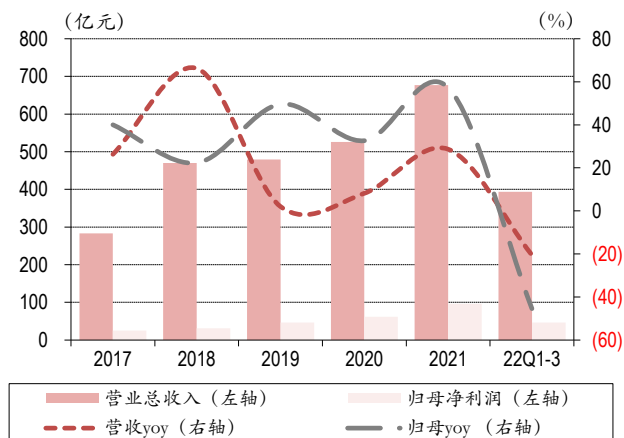
资料来源：中免官网，赢商网，民用航空网，新华社，海口网，中新网，魅力海南，海南人民政府，中国经济网，中银证券

3.2 中国中免

疫情冲击 Q3 业绩承压，线上线下全面布局。8 月海南疫情冲击下免税门店线下经营受限，22Q3 公司营收承压，同比降 16.17%；去年同期海南子公司享受税收优惠，以及机场租金减让导致基数较高，Q3 归母净利润同比下滑 77.96%。公司推进线上业务缓解疫情冲击，搭建运营会员体系，截至 Q3 会员数超 2400 万；线下推进新增门店建设，旗下 DUTY ZERO 品牌在香港增设 2 家概念店。

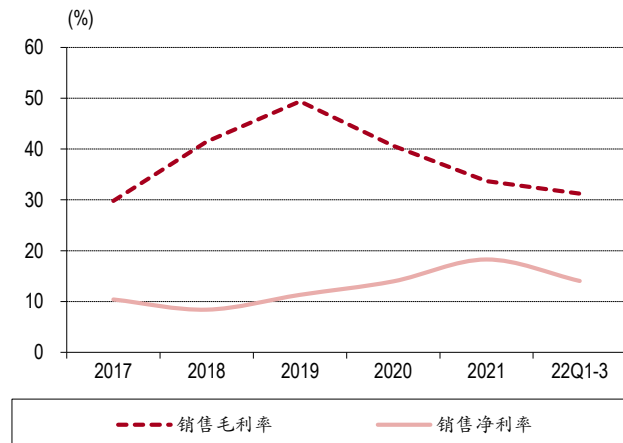
海口国际免税城开业销售强劲，三亚项目扩容进一步巩固龙头地位。海口国际免税城已于 10 月 28 日开业，携 800 余个国内外知名品牌启幕，当日进店人数超 4.4 万人次，销售额超 6000 万元，11 家离岛免税总店销售额超 7 亿元，创免税单日销售额历史新高，接近历史最高值的 2 倍；同时，28 日公司线上商城独立访客达 200 万人，购物人数超 12 万人，销售额超 5 亿元，线上线下同时开花。公司与太古地产合资竞得位于海棠湾的新地块，卡位优质地理位置。两者拟强强联手推进三亚国际免税城三期项目建设，发挥太古地产在开发招商，顶奢资源等领域的优势，并与三亚国际免税城的一二期协同互动，丰富有税业态。新项目落地有望增厚公司业绩，进一步扩大市场份额。

图表19. 中国中免营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表20. 中国中免毛利率、净利率变化



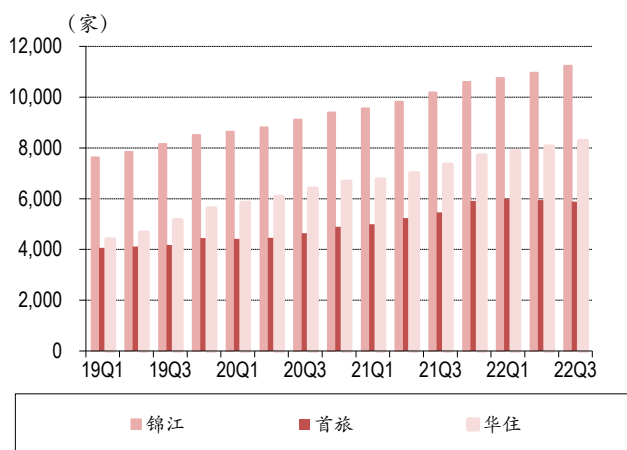
资料来源：公司公告，中银证券

4 酒店：龙头企业经营复苏，拓店节奏同比放缓

4.1 酒店行业：业绩快速回升，不改中高端扩张步伐

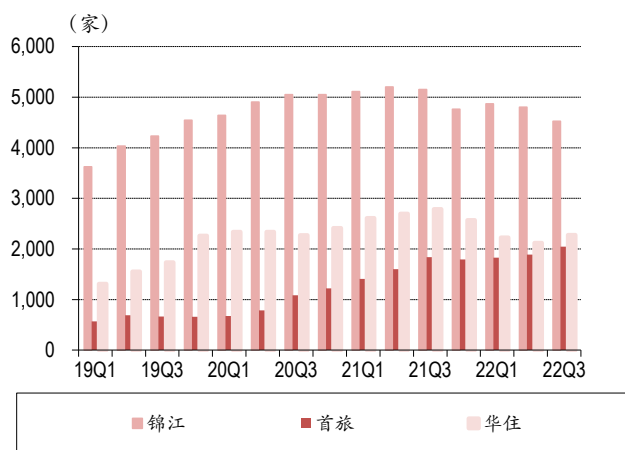
头部企业拓店放缓，坚持中高端供给结构调整。截至 22Q3，锦江、华住、首旅的总门店数分别为 11,251/5,888/8,276 家，22Q3 净增门店 276/-54/225 家；签约但尚未开业的门店数分别为 4,526/2,046/2,274 家，锦江与华住由追求规模向高质量增长转变，净增店与储备店增长节奏均有所放缓。在中高端酒店扩张方面势头不减，截至 22Q3，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 55%、25%、41%，中高端酒店数量同比增加 18.71%、14.02%、24.01%，22Q3 分别增加 259/44/186 家；中高端客房数占比分别为 63%、35%、50%，中高端客房数量同比增加 16.96%、13.90%、21.71%，22Q3 分别增加 26,894/4,856/20,626 间。

图表21. 三大酒店集团总门店数量



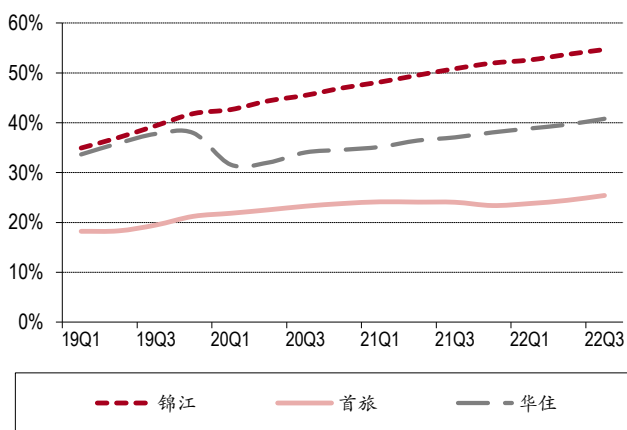
资料来源：公司公告，中银证券

图表22. 三大酒店集团储备店增速放缓



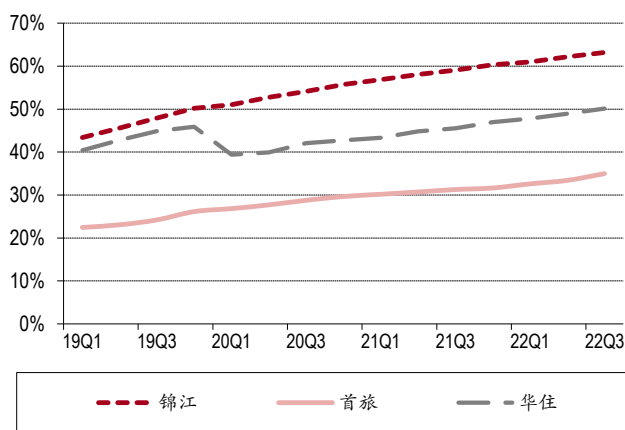
资料来源：公司公告，中银证券

图表23. 三大酒店集团中高端酒店占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，中银证券

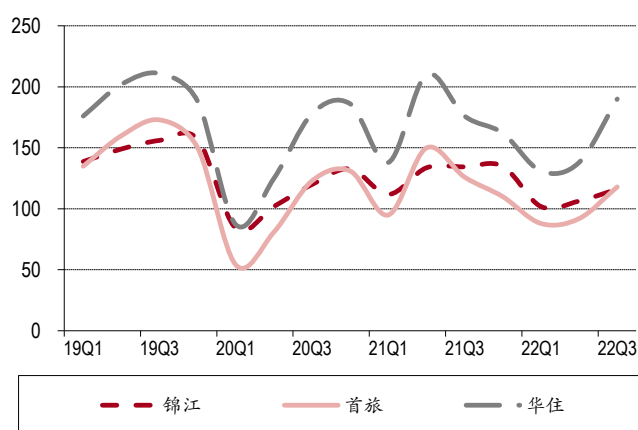
图表24. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，中银证券

暑期回暖业绩环比回升，龙头企业恢复进展分化。Q3 全国疫情趋于平稳，商旅出行增加，叠加暑期出游旺季，休闲度假需求旺盛，酒店业务快速恢复，较 22Q2 实现业绩大幅增长。从三大酒店集团经营数据来看，22Q3 锦江、首旅、华住同店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 74.38%、68.21%、90.05%，环比 22Q2 分别+9.11% +28.26% +37.68%，混合店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 80.41% 66.29% 89.77%，环比 22Q2 分别+21.73% +27.47% +36.88%。对比来看，华住集团恢复情况较好，全部店 RevPAR/ADR/OCC 分别恢复至 2019 年同期的 89.77%/103.67%/86.66%，锦江酒店业务实现稳步复苏，全部店 RevPAR/ADR/OCC 分别恢复至 2019 年同期的 80.41%/104.09%/77.25%，首旅酒店恢复相对缓慢，全部店 RevPAR/ADR/OCC 分别恢复至 2019 年的 66.29%/90.57%/73.16%。酒店业务恢复情况与疫情严重程度密切相关，长期来看，疫情管控边际放宽，多项文旅利好政策颁布，出游信心回升，酒店行业有望随政策利好及市场需求实现业绩平稳复苏。

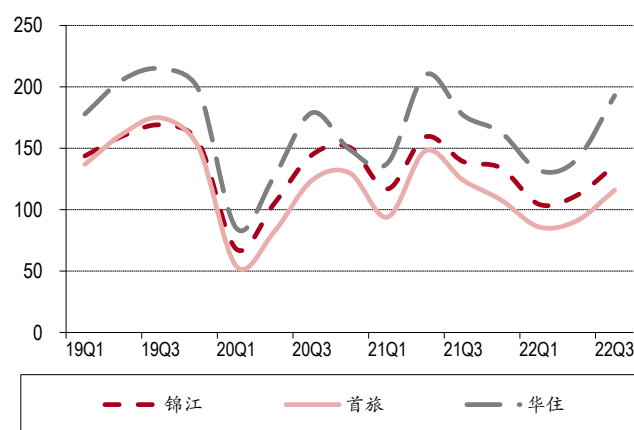
图表25. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券

注：锦江为境内酒店累计值

图表26. 三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况



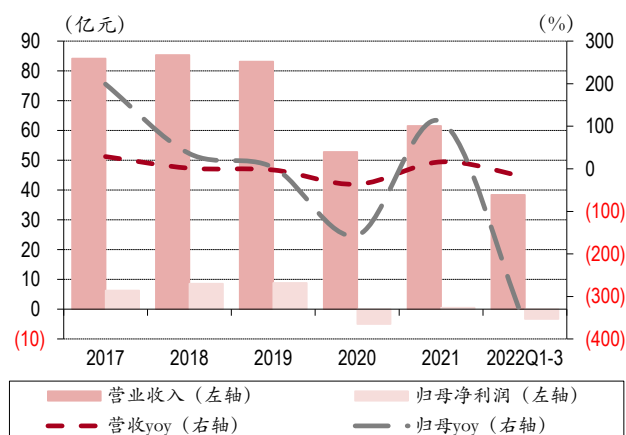
资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券

注：锦江为境内酒店

4.2 首旅酒店

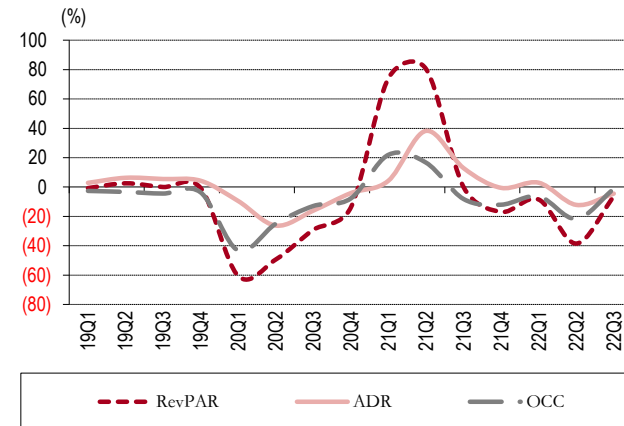
Q3 业绩同比下降，酒店景区业务持续受疫情影响。公司 22 年前三季度实现营收 38.38 亿元，yoy-18.79%；实现归母净利润-3.31 亿元，扣非归母净利润-3.96 亿元，其中 Q3 实现营收 15.07 亿元，yoy-4.72%；实现归母净利润 0.53 亿元，yoy-11.64%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，yoy-12.10%。

图表27. 首旅酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表28. 首旅酒店经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

顺应消费升级加码中高端酒店，轻管理模式成拓店主力军。截至 Q3，公司储备项目达到 2,046 家，达到历史新高。22Q3 公司共新开店 279 家，其中中高端酒店 63 家，占比 22.58%，yoy+1.04pct。另外在疫情期间行业发展新要求下，轻管理模式通过其“投资小、赋能高、回报快”的特征成为公司新店扩张主力军，公司 Q3 新开轻管理酒店 193 家，占新开店总数比例达到 69.18%。

图表29. 22Q2 首旅酒店新开店及储备店

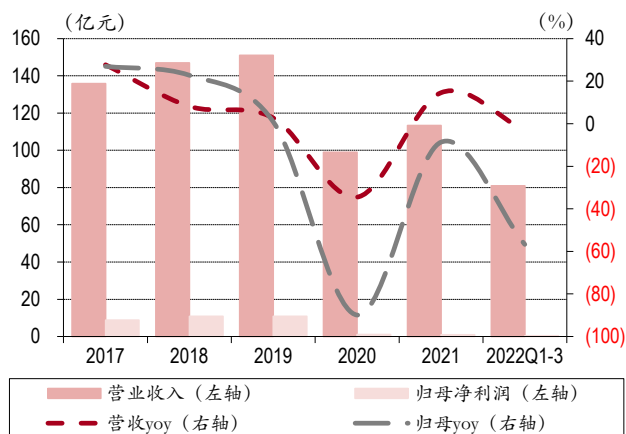
	合计	新开店		合计	储备店	
		直营	特许		直营	特许
经济型酒店	23	-	23	341	-	341
中高端酒店	63	10	53	590	2	588
轻管理酒店	193	-	193	1113	-	1113
其他	-	-	-	2	-	2
小计	279	10	269	2046	2	2044

资料来源：公司公告，中银证券

4.3 锦江酒店

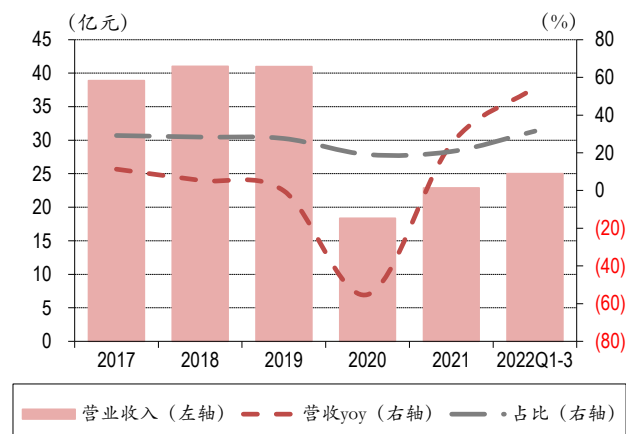
22Q3 利润同比增长，持续布局中高端。公司 22 年前三季度实现营收 80.94 亿元，yoy-3.06%；实现归母净利润 0.42 亿元，yoy-56.71%。其中，22Q3 实现营收 30.52 亿元，yoy-1.15%；实现归母净利润 1.60 亿元，yoy+73.54%。公司坚持中高端酒店布局，截至 22Q3 已有中端酒店 6155 家，同比增加 18.71%，占公司酒店总数的 54.71%，占比同比增加 3.85pct。

图表30. 锦江酒店营收及归母净利润变化



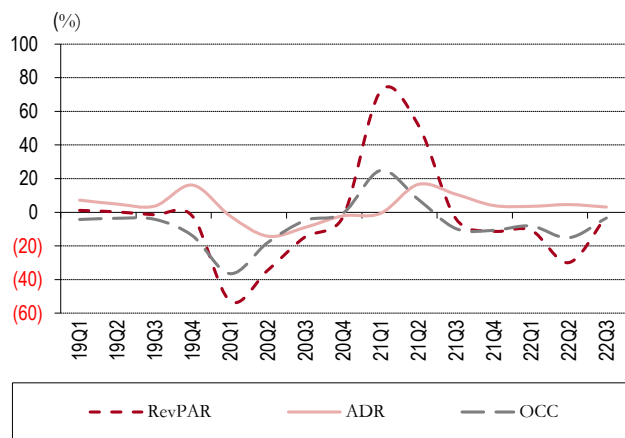
资料来源：公司公告，中银证券

图表31. 锦江酒店境外业务快速回暖



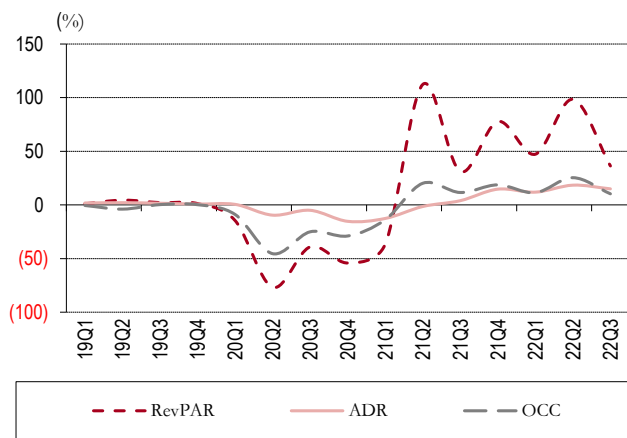
资料来源：公司公告，中银证券

图表32. 锦江酒店境内经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表33. 锦江酒店境外经营数据同比变动



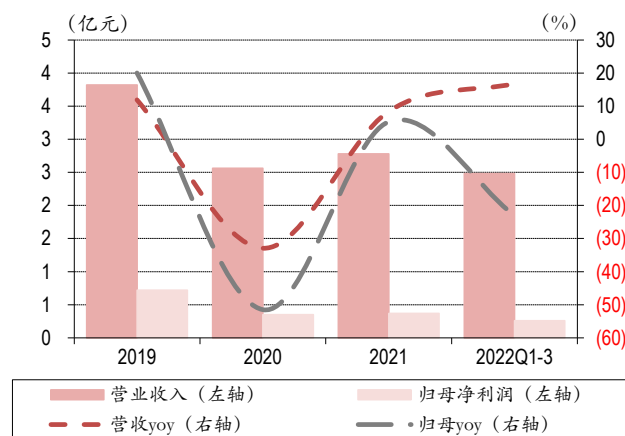
资料来源：公司公告，中银证券

境内酒店稳步复苏，境外酒店持续增长。三季度以来因疫情影响减小，境内酒店业务有所复苏，Q3 境内酒店 RevPar 为 139.15 元/间，恢复至 2019 年同期的 80.41%，ADR 较 2019Q3 增长 4.09%，OCC 恢复至 2019 年同期的 77.25%。境外酒店业务维持较快的增长速度，22Q3 期间 RevPar、ADR、OCC 分别为 43.88 欧元、65.89 欧元、66.60%，同比分别增长 36.36%、15.05%、10.41pct，其中 RevPar 和 ADR 已超过 2019 年同期水平。

4.4 君亭酒店

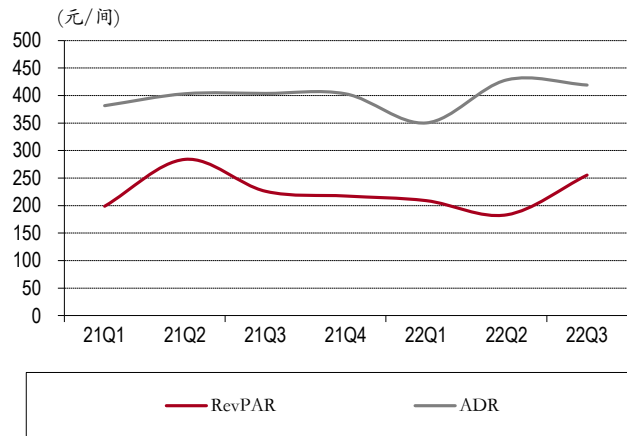
出行回暖助推公司业绩加速增长。22Q3 公司实现营收 1.07 亿元，yoy+63.48%；实现归母净利润 1119.47 万元，yoy+48.90%；实现扣非归母净利润 954.91 万元，yoy+30.41%。22 年前三季度共实现营收 2.48 亿元，yoy+16.79%；实现归母净利润 2592.27 万元，yoy-23.10%；实现扣非归母净利润 2174.21 万元，yoy-29.35%。

图表34. 君亭酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表35. 君亭酒店 RevPAR 和 ADR



资料来源：公司公告，中银证券

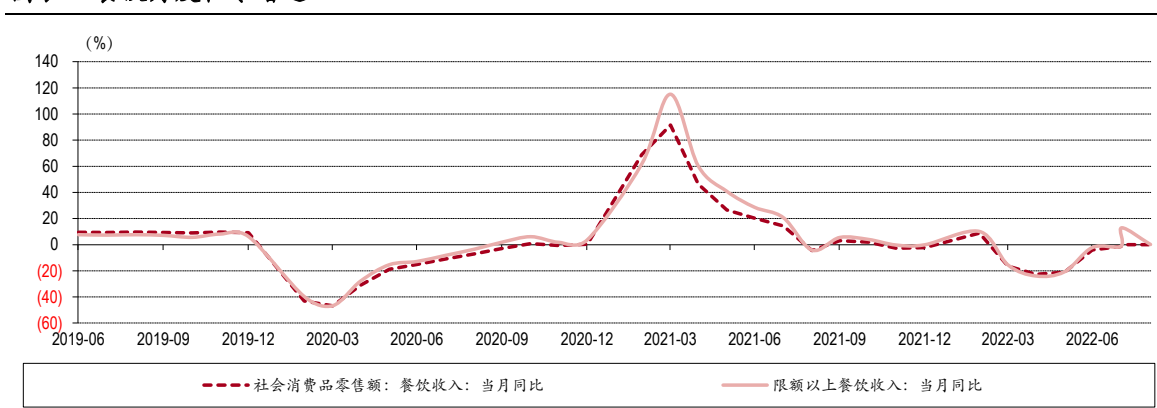
把握行业结构性调整机会，定增募资实现规模扩张。22 年第三季度直营酒店 ADR、OCC、RevPAR 分别为 419.20 元/间 (yoy+3.78%)、60.96% (yoy+4.97pct)、255.54 元/间 (yoy+12.99%)。公司“直营+委托管理”经营模式出色，Q3 毛利率为 36.9%，yoy+6.42pct，22 年前三季度毛利率 36.1%，同比保持上升。此外，公司拟在未来三年定增募资不超过 5.17 亿元，建设 15 家直营中高端精选服务酒店以扩大规模，并进行现有酒店的装修升级。

5 餐饮：本地消费持续回暖，行业信心逐步恢复

5.1 餐饮行业：本地消费持续回暖，大型餐企显现高恢复弹性

社零数据改善，餐饮消费提高。2022年7、8、9月社零总额为3.6万亿元、3.6万亿元、3.8万亿元，同比增2.7%、5.4%、2.5%，其中，7、8、9月餐饮收入为3694.2亿元、3694.2亿元、3727.3亿元，同比-1.5%、+8.4%、-1.7%，环比-1.9%、+1.45%、0.53%；限额以上餐饮收入958.8亿元、967.4亿元、981.6亿元，同比+7.0%、+12.9%、+0.1%，环比+1.5%、+0.9%、+1.47%，大型餐企展现出较大经营韧性和较高的恢复弹性。由于商务及宴席刚性需求持续存在，伴随疫情好转，消费场景恢复，利好餐饮行业高弹性复苏。

图表36.餐饮月度社零增速

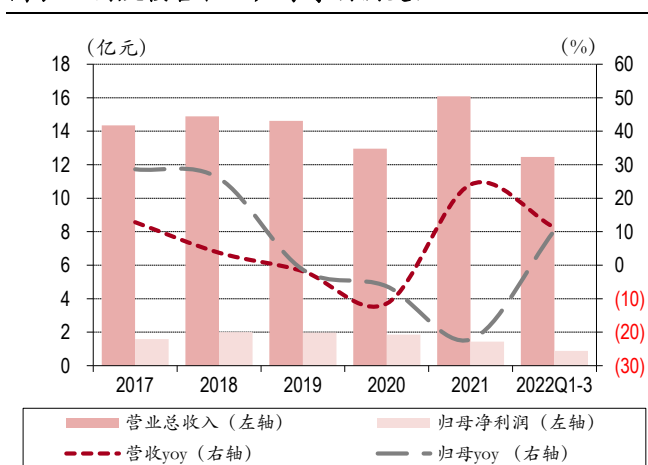


资料来源：Wind，国家统计局，中银证券

5.2 同庆楼

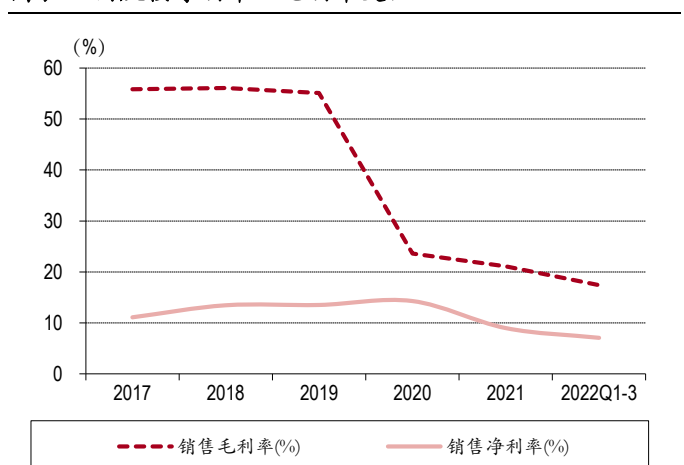
疫情影响减弱，业绩快速修复。公司22年前三季度实现营收12.47亿元，yoy+11.23%；实现归母净利润0.88亿元，yoy+10.41%；其中Q3实现营收5.02亿元，yoy+52.49%；实现归母净利润0.67亿元，yoy+688.57%。Q3净利率为13.29%，高于过往三年同期水平。去年Q3受南京、扬州疫情影响较大业绩基数较低，今年疫情负面影响边际减弱后本地餐饮消费市场的恢复速度较快，且新店营收爬坡提升以及上半年部分订单未取消且延期消费，使得本期营收快速回升，业绩表现亮眼。

图表37.同庆楼营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表38.同庆楼净利率、毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

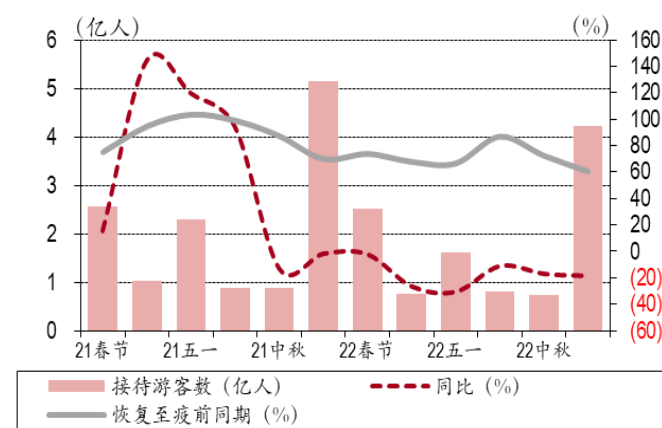
拓店节奏有望恢复，多元布局效果初显。受先前疫情影响公司短期拓店节奏有所延后，但公司仍维持五年百店的拓店目标且在积极开拓全国市场。此外公司婚庆酒店部分数据在上证路演中心的披露，会宾楼 21 年的净利润率 26.84%；玫瑰庄园 21 年净利润率 24.4%，具备较高盈利能力；22H1 滨湖富茂酒店净利润 635.99 万元且在疫情好转后的 7-8 月经营情况持续向好，北城富茂预计 23 年春节前开业。公司以餐饮为核心持续扩展宾馆、食品、婚宴等业务，各业务间互联互通，多业态联动有望提升经营效率提高资源利用率，助推公司业绩进一步爬坡。

6 旅游&景区：疫情扰动减缓恢复，出境游放松有望助推回暖

6.1 旅游&景区行业：疫情压制出行需求，出境游政策放宽有望助推市场回暖

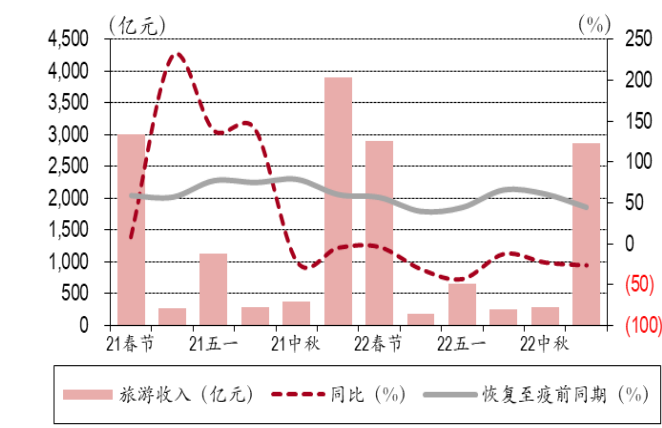
暑期客流加速修复，Q3 整体恢复不及预期。暑期前半程国内疫情好转，旅游景区行业恢复迅猛，后期受多地疫情扰动，游客出游受限，减缓旅游市场复苏。从节假日数据来看，2022 年中秋节、国庆节假期国内旅游出游 0.73 亿人、4.22 亿人，同比-16.7%、-18.2%，恢复至 19 年同期的 72.6%、60.7%，实现旅游收入 286.8 亿元、2872.1 亿元，同比-22.8%、-26.2%，恢复至 19 年同期的 60.6%、44.2%，旺季表现不及预期。

图表39. 21-22 年我国节假日旅游人次



资料来源：文旅部，中银证券

图表40. 21-22 年我国节假日旅游收入



资料来源：文旅部，中银证券

修炼内功叠加客流恢复，Q3 景区盈利改善。暑期部分景区旅游热度高增，8 月长白山主景区接待游客 32.3 万人次，同比+296.8%；7 月玉龙雪山景区接待游客 61.13 万人，日均接待量达 2 万人，同比+49.67%；天目湖承接长三角地区旺盛的周边休闲度假游市场，接待游客人次得到显著提升。疫情影响减弱叠加暑期旺季，出游需求高弹性恢复，客流量大幅提升。在常态化疫情管控下，各景区业务发展受阻，大部分采取降本控费，板块盈利状况得到显著改善。

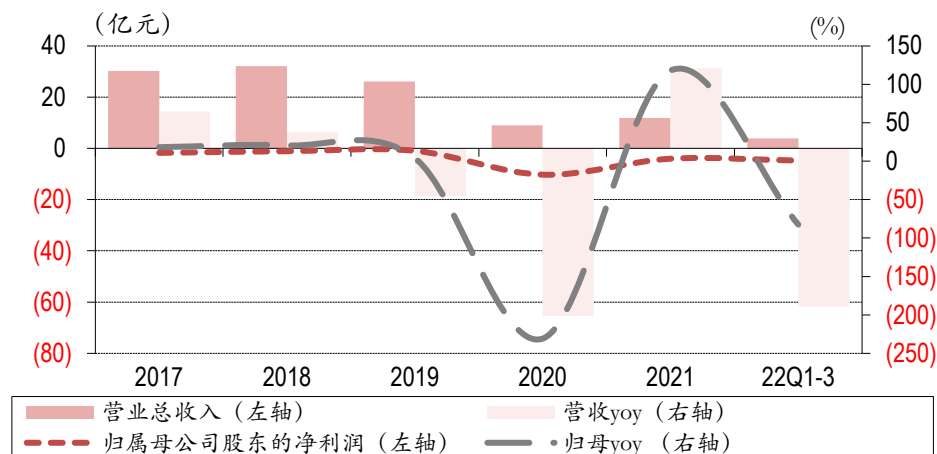
赴港澳政策放松，多家航司恢复并增班多条国际航线，为出境游市场复苏释放积极信号。（1）香港自 9 月 26 日起放宽海外或台湾经机场抵港检疫安排，取消酒店检疫改为居家或酒店 3 日医学监测；出入境管理局决定，自 11 月 1 日起启用智能签注设备受理内地居民赴澳门旅游签注申请，落实逐步恢复内地旅行团来澳政策；为出境游市场复苏释放积极信号。（2）国内航空公司的国际航线加速恢复，10 月 30 日起施行的冬春航季中，国航、南航、东航分别计划执行 52 条、42 条、42 条国际航线，多条航线进一步增班，据去哪儿平台数据显示，10 月以来，国际、港澳台航班搜索量环比上涨九成，10 月下旬国际航班机票平均支付价格环比 9 月同期下降 13%，且票价有望继续回落。政策开放及航班恢复增设引起出境游关注热潮，有望迎来市场高弹性复苏。

6.2 宋城演艺

暑期客流相对提振，演出场次逐步恢复。22Q1-3 共实现营收 3.88 亿元，yoy-61.78%；归母净利润 0.76 亿元，yoy-82.48%。22Q3 公司实现营收 2.76 亿元，yoy-1.66%；归母净利润 1.05 亿元，yoy+93.51%。Q3 公司营收同比小幅下滑，利润同比显著回升，主要得益于演出场次逐步恢复。杭州、三亚、丽江等项目于 7 月 2 日恢复营业，暑期丽江千古情客流量及营收大幅增长，恢复至 2019 年的七成以上；杭州宋城暑期夜游狂欢活动反响热烈。

降本控费成效显著，盈利能力稳步提升，公司持续优化管理，降低运营成本，Q3 毛利率为 68.8%，同比增 22.3pct，一方面是由于营收端逐步恢复，另一方面是由于公司将景区闭园期间的营业成本列入管理费用。Q3 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.6%/27.5%/1.9%/-1.9%，同比分别-4.8pct/+0.8pct/-3.5pct/-0.8pct，期间费用率同比-8.3pct，盈利能力稳步提升。

图表41.宋城演艺营收、归母净利润变化



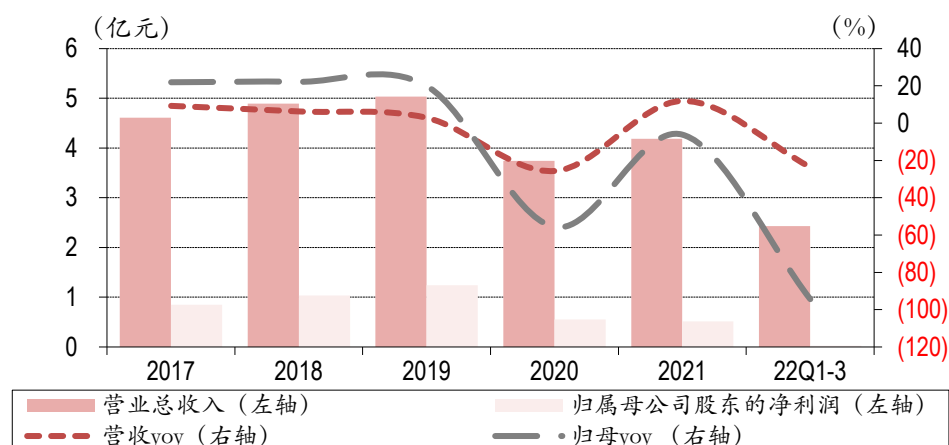
资料来源：公司公告，中银证券

6.3 天目湖

疫情缓和迎来业绩快速增长，周边游趋势拉动客流量。22Q3 公司实现营收、归母净利润 1.54/0.56 亿元，同比分别+70.61%/+4,829.87%；分别恢复至 2019Q3 的 92.27%/91.73%。据携程数据，长三角地区的上海、江苏、浙江均为中秋热门周边游客源省份，在新的出游特征下，公司承接长三角地区旺盛的周边休闲度假游市场，并通过减免门票、开发夜游夜航新产品等多样化营销手段吸引游客，接待游客人次得到显著提升。

毛利率显著提高，费用管控成果明显，国资入局助力企业发展。公司 22Q3 毛利率为 55.19%，同比提高 19.14pct，期间费用率为 16.89%，同比下降 16.47pct，销售费用、管理费用分别为 5.90%、11.51%，较去年同期的 15.18%、19.42%均有改善，费用管控效果显著，盈利水平提高。溧阳市国资平台的介入给公司带来资源协调、资金投入、宣传渠道拓展等多种优势，双方合资建设的动物王国项目已启动，预计建成后有助于开拓研学、亲子市场。

图表42.天目湖营收、归母净利润变化



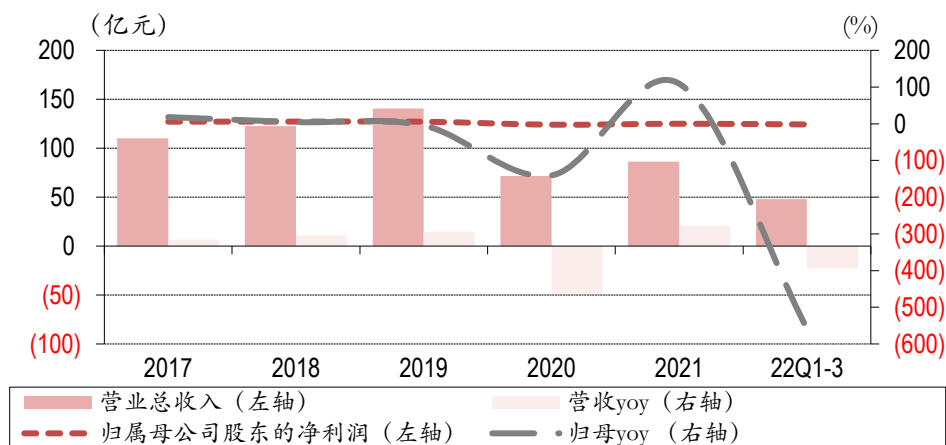
资料来源：公司公告，中银证券

6.4 中青旅

疫情扰动业绩承压，Q3 呈回暖态势，成本费用端控制良好，毛利率稳定上升。22Q1-3 公司共实现营收 48.14 亿元，yoy-22.73%；归母净亏损 1.71 亿元，yoy-558.96%。22Q3 公司实现营收 19.52 亿元，yoy-27.99%；归母净利润 0.34 亿元，yoy+831.18%。景区业务扭亏为盈，整合营销、酒店、旅行社业务持续承压。公司持续推进降本增效，毛利率平稳上升，22Q3 整体毛利率为 17.53%，同比+5.68pct，销售费用/管理费用率分别为 8.4%/7.4%，同比+1.5pct/+2.9pct，期间费用率提升主要由于营收下降所致。

景区业务扭亏为盈，古北水镇展现更强韧性。乌镇景区把握暑期、中秋小长假等旺季打造特色活动，Q3 共接待游客 60.31 万人次，同比降 22.35%，实现营收 2.07 亿元，同比增 4.79%，净利润 0.27 亿元，同比实现扭亏为盈；古北水镇依托景区特色进行热点营销，Q3 共接待游客 52.88 万人次，同比增 4.71%，实现营收 3.08 亿元，同比增 13.47%，净利润 1.24 亿元，同比增 40.60%。两景区客单价均实现稳定增长，古北水镇恢复韧性更强。

图表43.中青旅营收、归母净利润变化



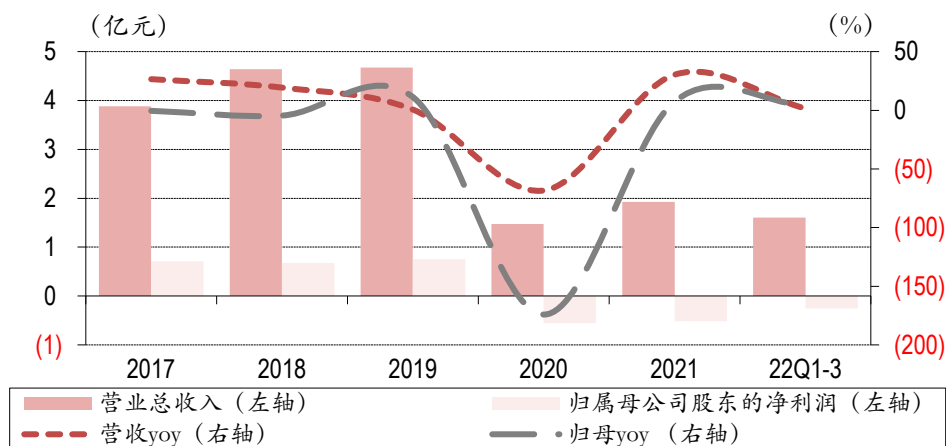
资料来源：公司公告，中银证券

6.5 丽江股份

省内疫情防控形势好转，暑期旅游市场升温，公司业绩转亏为盈。22Q3 公司实现营收、归母净利润 1.77、0.80 亿元，同比+101.91%、+8,764.15%，分别恢复至 19 年同期的 99%和 92%。业绩增长一方面是由于 21 年同期基数较低，另一方面则是得益于云南旅游市场回暖，在避暑需求推动下，云南省暑期旅游总订单同比去年同期增长 70%，酒店预定总订单增长 115%。去哪儿平台数据显示，丽江暑期酒店预订量达到今年前半年总和。

成本费用缩减，盈利水平改善，新项目稳步推进，优化打造香格里拉生态旅游圈。费用端管控良好，22Q1-3 公司的管理费用率为 26.01%，同比降 12.12pct，主要系和府酒店折旧摊销调整为营业成本，以及上年英迪格酒店开业开办费较高。22Q1-3 公司实现毛利率、净利率 41.06%、10.13%，同比分别降 16.67pct、增 4.81pct，均实现年度内首次转正，盈利水平改善明显。公司甘海子游客集散中心的项目建设稳步推进，加大摩梭小镇英迪格酒店项目的投资力度，由 2.91 亿元提升为 3.17 亿元，整合优化经营项目，进一步巩固核心资源优势，持续扩大香格里拉生态旅游圈布局。

图表44. 丽江股份营收及归母净利润变化



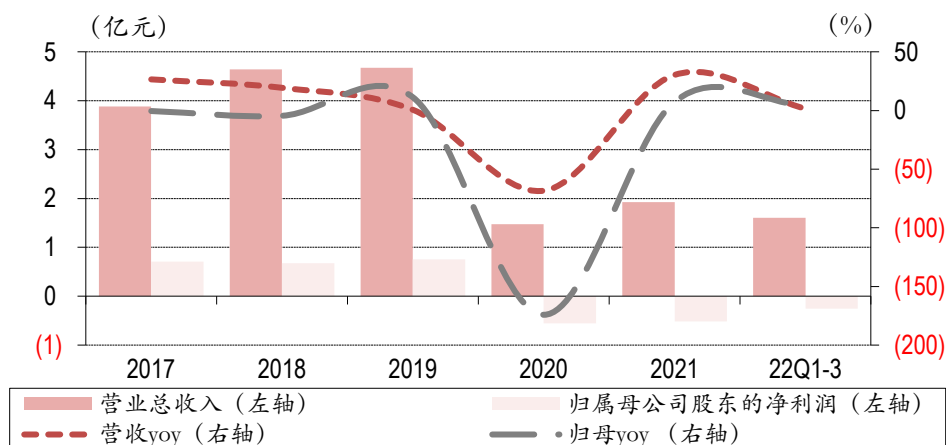
资料来源：公司公告，中银证券

6.6 长白山

疫情态势相对平稳，游客接待量稳步恢复，Q3经营情况好转。22Q3实现营收1.33亿元，同比+21.69%；实现归母净利润0.46亿元，同比+9.67%。公司业绩转盈主要得益于暑期出游旺季和相对平稳的疫情态势。据长白山管委会官网，22Q3景区共接待游客58.41万人次，较21Q3下降3.45%，7-9月接待人次同比分别-53.0%/+296.8%/-40.9%，恢复至19年同期水平的36.5%/48.7%/22.3%。公司通过多种途径吸引客流，以家庭度假、体育旅游、水上旅游、生态休闲、夜间文旅等差异化定位的发展特色；持续升级产品和服务，打造露营、骑行等强体验性产品，并提升当地酒店、交通的服务能力；此外，结合多渠道宣传营销，公司有效实现管理范围内的客流量回升，拉动游客在地消费。随近期疫情防控政策边际放宽和边境游政策利好，Q4游客需求有望稳步释放，实现业绩持续复苏。

推进冬季旅游项目开发，实现全季化发展。8月份长白山聚龙火山温泉部落正式运营，通过整合周边旅游度假资源，打造旅游消费集聚区。同时，公司加强冰雪旅游业态打造和产品研发，将推出一批娱雪度假项目。随冬季到来，温泉度假、冰雪旅游等业态或将受游客热捧，成为公司的发展新动能，促进公司业务的全季均衡发展。

图表45. 长白山营收、归母净利润变化



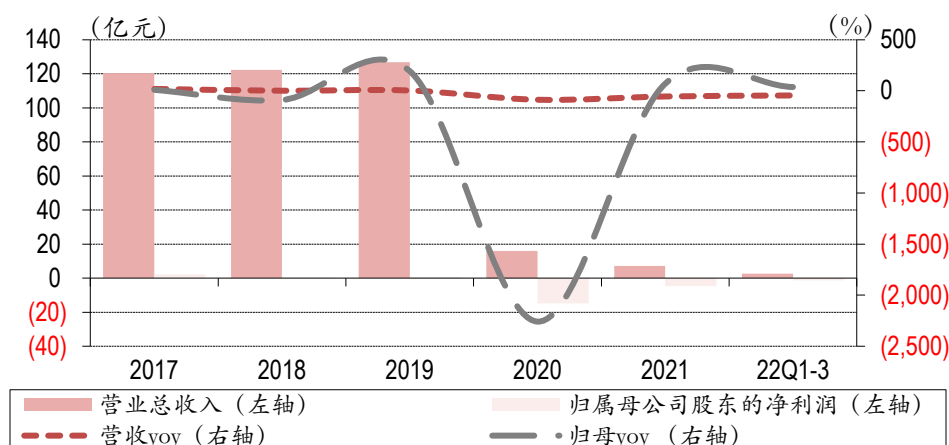
资料来源：公司公告，中银证券

6.7 众信旅游

业绩仍受疫情影响，降本控费亏损缩窄。22Q1-3 公司共实现营收 2.75 亿元，yoy-42.26%，归母净利润为-1.32 亿元，yoy+35.84%；22Q3 实现营收 1.49 亿元，yoy-18.81%，实现归母净利润-0.51 亿元，yoy+38.24%，疫情扰动仍是公司业务发展受阻和业绩难以恢复的主要原因。前三季度公司继续精简各项开支，22Q1-3 销售费用、管理费用分别同比下降 38.50%、39.75%，其中 22Q3 销售费用率、管理费用率分别为 25.74%、15.37%，较去年同期分别减少 1.67pct、2.18pct，费用管控下实现亏损收窄。

加大业务转型力度，积极适应新常态。疫情爆发后至今因为跨省游局部熔断、出境游关停，公司主营业务一直未恢复，但在周边游和宅酒店旅游概念兴起的背景下，公司不断开拓新领域，在周边游、高端国内游、康养休闲游、亲子游、旅游直播、跨境电商、免税等等方向布局，如推出“优享民宿”品牌、打造亲子自然教育农场、投资 MCN 机构“众信方舟”、与中免集团、王府井免税签署战略合作协议、与海控免税品集团、一龄医疗集团合作打造爱乐活跨境免税大药房、和阿里共同打造旅游分销平台系统等以满足疫情影响背景下的业务发展需求，有助于公司扩大业务涉猎面，提升未来业绩恢复预期。

图表46.众信旅游营收、归母净利润变化



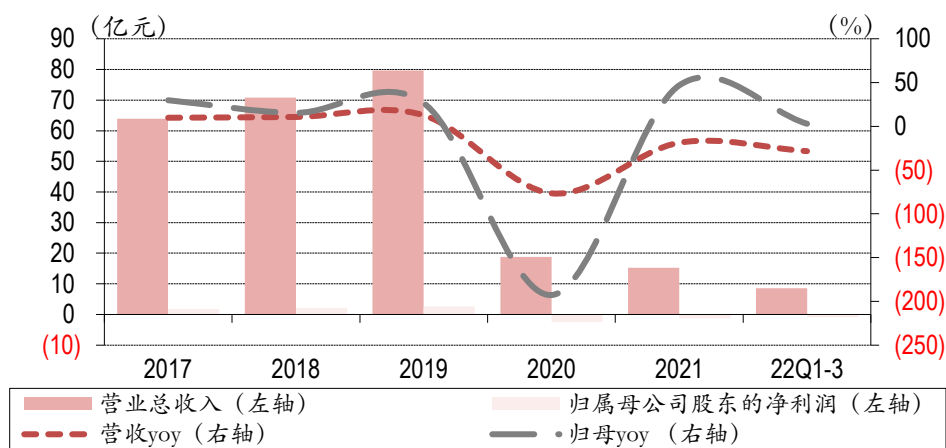
资料来源：公司公告，中银证券

6.8 岭南控股

疫情干扰影响仍在，Q3 业绩实现扭亏。公司 22 年前三季度实现营收 8.54 亿元，yoy-28.33%；实现归母净利润-0.96 亿元，yoy+2.99%；实现扣非归母净利润-1.39 亿元，yoy-24.74%，其中 Q3 公司实现营收 4.80 亿元，yoy+4.80%；实现归母净利润 0.04 亿元，yoy+205.16%；实现扣非归母净利润-0.03 亿元，yoy+70.28%。受国内疫情及部分跨省游熔断的影响，跨省及海外游组团业务仍未完全恢复，公司前三季度业绩仍未完全恢复，Q3 在疫情未造成大面积影响的基础上，净利润较上年同期实现扭亏。在外部宏观环境压力下，公司积极把握消费新动向，拓展布局国内酒店及国际旅游岛+自由贸易港等海外航旅业务，有望抓住未来新的业务增长点。

费用率有所改善，减免租金彰显公司后市恢复信心。公司贯彻“智慧+”战略并加快数字化转型步伐，加强业务中台和数据中台数据联动，前三季度公司研发费用为 658.40 万元，yoy+24.27%。在数字化赋能以及内部优化的背景下，Q3 公司销售费用率为 8.24%（yoy-2.02pct）、管理费用率为 13.77%（yoy-1.35pct），费用率有所改善。此外公司宣布对公司及纳入公司合并报表范围内的下属子分公司在 2022 年实行租金减免共计 1,716.14 万元，体现了疫情困难情况下公司积极落实社会责任，有利于与合作租户的可持续发展，也彰显了公司对于未来发展的信心。

图表47.岭南控股营收、归母净利润变化



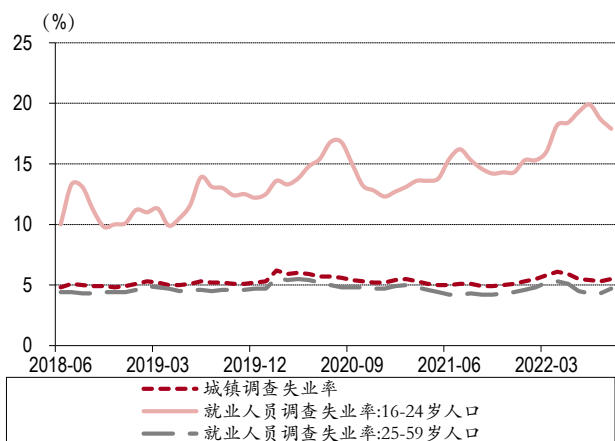
资料来源：公司公告，中银证券

7 人服：就业市场压力依存，行业发展空间大

7.1 人服行业：就业压力略有好转，行业发展空间较大

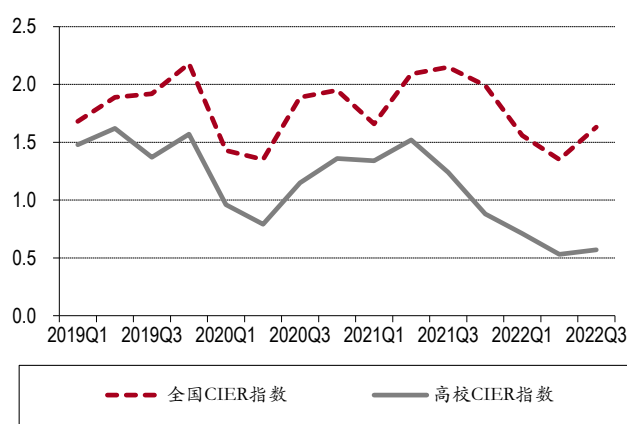
景气指数回升，青年失业率略降低，Q3 供给仍然承压。据国家统计局数据显示，7-9 月 16-24 岁人口失业率分别为 19.9%、18.7%、17.9%，自 7 月份后青年就业情况有所好转。据《2022 年三季度高校毕业生就业市场景气报告》显示，Q3 就业市场供需两端均减少，景气指数从 Q2 的 1.35 增加至 1.63，Q3 高校毕业生 CIER 指数为 0.57，自 Q2 最低点之后出现反弹，分月份来看，7、8 月份以来高校毕业生景气指数见底回升，但 9 月份新一届毕业生进入求职市场，供给侧明显承压。

图表48.Q3 青年就业情况略有好转



资料来源：国家统计局，中银证券

图表49.高校毕业生 CIER 指数处于低位



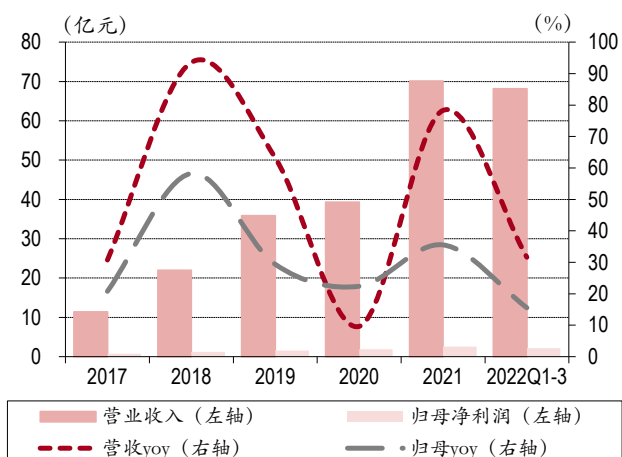
资料来源：智联招聘，中国就业研究所，中银证券
注：CIER 指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

数字技术发展引发雇佣关系转变，人服企业大有可为。随着互联网行业 and 平台经济兴起，创造出多种新型就业形态，如服务众包、兼职工作、多职业、平台零工、岗位外包等，且引发了雇佣关系的转变。面对企业数字化转型的新需求，人力资源服务公司业务更加多元。同时，互联网经济发展下，零工经济、线上娱乐等职位增长迅猛。针对大量的新兴职位，市场供需匹配度有待提高，人力资源服务行业或将有较大发展潜力赋能就业供需两端。二十大报告中提出“实施就业优先战略，强化就业优先政策”，随着市场需求的不断迭代和供需匹配的需要，加以政策的指引与支持，国内人服行业仍有较大发展空间。

7.2 科锐国际

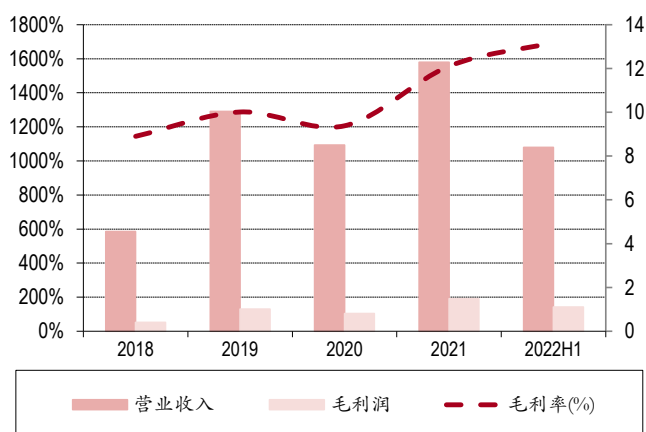
疫情高压下经营仍具韧性，Q3 业绩维持增长态势。公司 22 年前三季度实现营收 68.18 亿元，yoy+31.63%；实现归母净利润 2.17 亿元，yoy+15.54%；实现扣非归母净利润 1.92 亿元，yoy+14.58%，其中 Q3 实现营收 24.11 亿元，yoy+19.18%；实现归母净利润 0.86 亿元，yoy+0.86%。整体来看公司收入增长性与盈利性均表现出良好的韧性，三季度业绩维持正向增长，速率较前两季度放缓的原因系去年同期利润基数较大及疫情影响仍未完全消退。

图表50.科锐国际营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表51.科锐国际海外业务营收、毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

海外市场保持活跃，业务扩张带动营收增长。22 年前三季度公司海外市场业务活跃，大陆以外收入占集团营收 25.70%，国际化属性进一步强化。香港及东南亚业务正向增长，公司海外分支英国 Investigo 公司增长强势，前三季度营收超过 16.63 亿元，yoy+65.56%，其中中高端人才访寻业务增长 40.85%、灵活用工业务增长 71.29%、战略及数字化咨询业务增长 62.49%，公司海外业务表现亮眼。

风险提示

新冠病毒疫情反复，行业复苏不及预期、政策落地及执行不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371