

社会服务行业 5 月策略暨五一点评

板块基本面震荡筑底，把握结构性行情

超配

核心观点

板块基本面震荡筑底，把握结构性行情。维持“超配”评级。今年3月以来全国疫情重新呈现散发蔓延状态，短期国内出行受制较为明显，清明五一旅游数据整体低位运行，其中上市公司疫区经营活动有所承压，Q2高基数背景下预计增速环比回落。目前中央也相继出台服务业纾困政策，各地防控措施也越来越精细化。下半年随着低基数效应凸显，增速环比预计改善。从行情来看，具有周边游特征的个股持续受到热捧。基于短期疫情反复的不确定和股价已经部分体现了悲观预期，立足3-6个月维度、兼顾业绩、估值、题材和复苏逻辑，优选中国中免、首旅酒店、锦江酒店、九毛九、君亭酒店、天目湖、科锐国际、广州酒家、海伦司、宋城演艺、同程旅行、中青旅、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来1-3年时间维度，我们建议继续立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、海伦司、九毛九、君亭酒店、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S、海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

4月权重股反弹下板块跑赢大盘。4月板块上涨1.90%，跑赢大盘6.79pct。主要系中免、酒店等权重股反弹推动，景区、出境游及部分港股餐饮等承压。

3月以来疫情反复下海南免税持续承压，国务院再提完善市内免税店政策。3月海南离岛免税下滑约50%，4月以来疫情反复及部分免税店阶段闭店下预计阶段仍承压。中国中免2021年业绩增长57%，2022Q1业绩下滑10%（1-2月业绩增约20%，3月下滑81%）。国务院促销费政策意见再次提出完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

酒店龙头2022Q1疫情下表现承压，疫情扰动宋城项目复园节奏。2022Q1，锦江首旅业绩均增亏，疫情反复下承压。锦江、华住、首旅境内酒店RevPAR均不及21Q1，分别恢复至19年的73%、74%、63%，环比Q4复苏进一步放缓；君亭RevPAR同增5.11%，隔离门店支撑。疫情扰动下，锦江新开店略放缓（优势区域疫情影响时间长），首旅华住开店提速但关店调整亦增加。受限于疫情反复，宋城多数仍闭园，五一假期仅丽江、新郑及炭河三地项目在园。

五一表现相对平淡。五一假期国内游人数和收入仅恢复67%、44%，疫情反复下处于低位，三亚凤凰、海口美兰机场五一进出港旅客人次降70-80%；3月国内餐饮收入同降16%，恢复86%。北京继续暂停堂食、上海推进复工复产、深圳陆续发放5亿消费券（含6000万餐饮券）。日料龙头上井递交招股书。

风险提示：自然灾害、疫情、政治等系统风险；政策风险；收购低于预期等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601888	中国中免	买入	181.99	355,331	5.14	7.18	35.41	25.35
600754	锦江酒店	买入	53.70	57,461	0.55	1.79	97.64	30.00
600258	首旅酒店	买入	23.53	26,386	0.27	0.92	87.15	25.58
9869.HK	海伦司	买入	8.59	10,878	0.24	0.46	35.78	18.67
9922.HK	九毛九	买入	13.69	19,896	0.35	0.59	39.11	23.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟瀚

0755-82132098

zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第29期）-上海稳步推进复工复产 乡村基招股书解析》——2022-04-24
 《社会服务行业双周报（第28期）-清明小长假数据平淡 达势股份招股书解析》——2022-04-11
 《本轮疫情情绪低点已过，把握龙头超跌机会》——2022-04-06
 《社会服务行业双周报（第27期）-新版诊疗方案聚焦精细化管理，华住强强联合 COSTA 咖啡》——2022-03-28
 《社会服务行业专题-云开雾散终有时，择优布局待花开——华夏中证旅游主题ETF投资价值分析》——2022-03-17

内容目录

5 月观点.....	4
板块复盘：4 月板块反弹，整体跑赢大盘.....	4
4 月板块反弹，龙头个股反弹明显&休闲度假主题领涨.....	4
子行业：疫情反复中继续承压，关注预期变化.....	5
免税：疫情下海南免税承压，国务院再提完善市内免税店政策.....	5
酒店：疫情扰动下经营承压，关注后续疫情和复苏预期.....	8
宋城演艺：短期疫情反复仍然受制，五一假期仅三地开园.....	10
国内游：疫情影响下，五一小长假表现平淡.....	11
出入境：3 月澳门游承压，部分口岸城市入境隔离政策略有调整.....	12
餐饮：3 月餐饮收入下滑 16.4%，北京 4 月底开始暂停堂食.....	13
博彩：4 月澳门博彩赌收同减 68%，仅达 2019 年的 11%.....	15
风险提示.....	15
免责声明.....	17

图表目录

图 3: 海南离岛免税月度表现.....	5
图 4: 海口及三亚机场月度客流表现.....	5
图 5: 中国中免收入和业绩增长情况（单位：亿元、%）.....	6
图 6: 中国中免 2021 年以来季度变化（含 22 年月度拆解）.....	6
图 7: 韩国免税消费较 2019 年恢复情况（本国及外国人）.....	7
图 8: 韩国免税客单价同比变动情况.....	7
图 9: 锦江酒店 2022Q1 归母净利润及增速.....	9
图 10: 首旅酒店 2022Q1 归母净利润及增速.....	9
图 11: 君亭酒店 2021 各季度及 2022Q1 业绩表现.....	9
图 12: 三大酒店龙头 2021 年各季度及 2022Q1RevPAR 恢复情况.....	9
图 13: 宋城演艺每日场次情况.....	10
图 14: 宋城演艺千古情场次情况.....	10
图 15: 五一假期出游人次较 2019 年恢复情况.....	11
图 16: 五一假期旅游收入较 2019 年恢复情况.....	11
图 17: 3 月赴香港旅游人数较 19 年同期下滑 99%+.....	13
图 18: 2 月赴澳门旅游人数较 19 年同期下滑 80.3%.....	13
图 19: 国内餐饮行业月度表现.....	14
图 20: 国内限额以上餐饮收入表现.....	14
图 21: 2019-2021 公司营业收入及扣非业绩（亿元）.....	14
图 22: 公司门店扩张计划.....	14
图 23: 澳门博彩毛收入月度表现.....	15
图 24: 2021-2022 年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况.....	15
表 1: 免税行业近期相关资讯一览.....	8
表 2: 三大酒店龙头 2022Q1 年开店情况及 2022 年开店规划.....	10
表 3: 宋城演艺主要项目近期演出情况及 2022VS2021.....	10
表 4: 2022 五一黄金周部分景区或重点省市表现一览.....	12
表 5: 2 月起多国放开防疫措施和入境限制.....	12

5 月观点

板块基本面震荡筑底，把握结构性行情。维持“超配”评级。今年3月以来全国疫情重新呈现散发蔓延状态，短期国内出行受制较为明显，清明五一旅游数据整体低位运行，其中上市公司疫区经营活动有所承压，Q2高基数背景下预计增速环比回落。目前中央也相继出台服务业纾困政策，各地防控措施也越来越精细化。下半年随着低基数效应凸显，增速环比预计改善。从行情来看，具有周边游特征个股持续受到热捧。基于短期疫情反复的不确定和股价已经部分体现了悲观预期，立足3-6个月维度、兼顾业绩、估值、题材和复苏逻辑，优选中国中免、首旅酒店、锦江酒店、九毛九、君亭酒店、天目湖、科锐国际、广州酒家、海伦司、宋城演艺、同程旅行、中青旅、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来1-3年时间维度，我们建议继续立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、海伦司、九毛九、君亭酒店、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S、海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

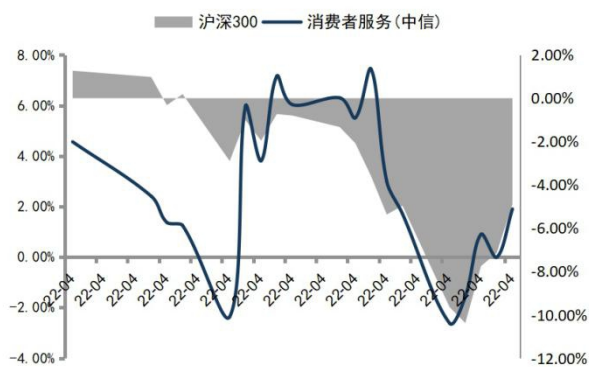
板块复盘：4月板块反弹，整体跑赢大盘

4 月板块反弹，龙头个股反弹明显&休闲度假主题领涨

2022 年 4 月，社服板块指数上涨 1.90%，在 3 月大幅调整后开始反弹，而沪深 300 指数下跌 4.89%，因此社服板块跑赢大盘 6.79pct，相对收益明显，主要系龙头个股超跌反弹、部分休闲度假主题强势品种继续领涨，与 4 月策略《本轮疫情情绪低点已过，把握龙头超跌机会》判断较为一致。具体来看，君亭酒店（+38.16%）、金陵饭店（+23.07%）涨幅居前，同时权重股中国中免（+10.72%）、锦江酒店（+7.96%）、首旅酒店（+2.66%）也有所反弹，天目湖（+8.46%）、九毛九（+4.76%）、广州酒家（+4.51%）、海底捞（+1.95%）表现也相对亮眼。

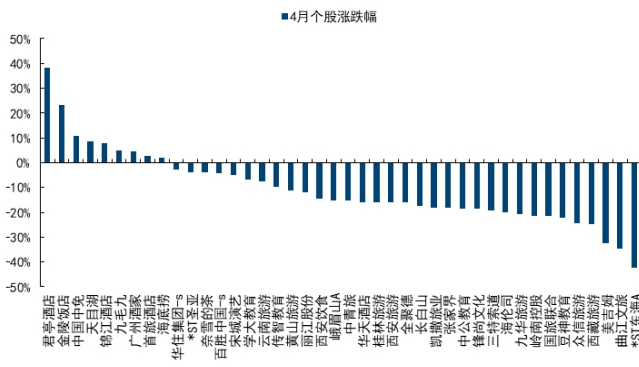
需要说明的是，受国内疫情反复影响，景区、餐饮板块等普遍下跌，景区黄山旅游（-11.09%）、丽江股份（-11.76%）、中青旅（-15.33%）等承压明显，餐饮海伦司（-19.83%）跌幅居前，此外出境游众信旅游（-24.21%）、凯撒旅业（-17.97%）明显回落（此前因出行放开预期和市场风格因素阶段明显反弹）。

图1: 2022 年 4 月板块跑赢沪深 300 指数 6.79pct



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2: 2022 年 4 月个股涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

子行业：疫情反复中继续承压，关注预期变化

免税：疫情下海南免税承压，国务院再提完善市内免税店政策

海南免税数据跟踪：疫情下3月明显下滑，预计4月继续承压

2022Q1 海南离岛免税销售额同增 8%，1-2 月良好，3 月显著承压。据海关海口统计，2022Q1 海南离岛免税购物金额 147.2 亿元/+8.4%，购物件数 2027 万件/+14.2%，人均购物金额 8372 元/+10.2%。其中 1-2 月表现良好，但 3 月以来国内疫情扰动下海南客流明显下滑（3 月海口/三亚客流分别同比下滑 52.72%/71.87%）和免税店短暂性歇业均对免税销售产生较大影响，3 月免税销售额 26.44 亿元/-49.61%，购物人数 36.21 万人次/-52.09%，购物件数 437.88 万件/-39.15%，承压明显。

4 月以来疫情反复及部分免税店阶段闭店下，海南免税预计阶段仍承压。3 月底海南疫情突发后客流明显下滑，且多家免税门店进入短暂停业状态（4.2-4.11 中免三亚市内免税店停业，4.2-4.15 中服三亚停业，4.2-4.17 三亚海旅免税城停业），此轮阶段关店相较于 3 月持续时间更长预计对销售影响更大。4 月中下旬后随着海南疫情趋缓，客流边际有所复苏（4.28 三亚/海口客流约为 1.52/3.39 万人次，较 4.12 三亚/海口客流 0.53/1.47 万人次有一定增长），免税门店也陆续恢复营业，免税消费预计有所复苏。但短期来看，考虑目前国内整体疫情发展情况（尤其北京上海等地疫情形势严峻），预计免税销售仍有一定承压。

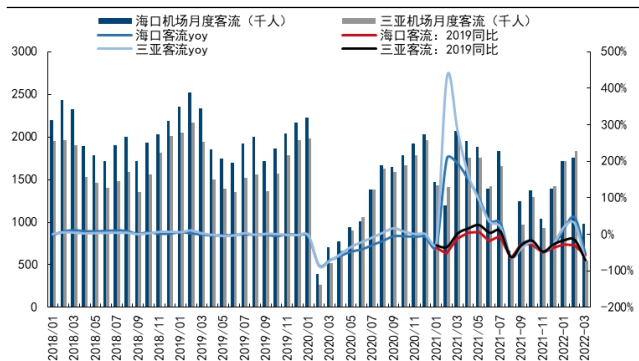
此外，自 2011 年 4 月海南离岛免税购物政策落地实施以来，三亚国际免税城已累计销售离岛免税品超 1000 亿元，成为海南首家销售额破千亿元的免税店。

图3：海南离岛免税月度表现



资料来源：海口海关、国信证券经济研究所整理

图4：海口及三亚机场月度客流表现



资料来源：公司官网、三亚旅游局、国信证券经济研究所整理

中国中免 2021 年业绩增长 57%，2022Q1 业绩下滑 10%

中国中免披露财报数据：2021 年业绩增 57%，与业绩快报一致。2021 年营收 676.76 亿元/+28.67%；归母业绩 96.54 亿元/+57.23%，与业绩快报一致，扣非业绩 95.34 亿元/+59.77%（剔除前一年租金冲回及所得税优惠增 30%+），EPS4.94 元。

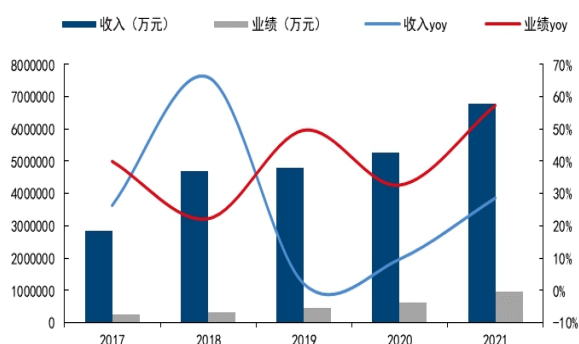
2022Q1 经营起伏，1-2 月恢复良好，但 3 月疫情下明显承压。2022Q1，公司营收 167.82 亿元/-7.45%；归母业绩 25.63 亿元/-9.99%，扣非业绩 25.59 亿元/-9.72%，EPS1.31 元。其中 1-2 月疫情影响较小，收入和业绩同增约 20%，净利率约 18%，但 3 月收入下滑约 49%，业绩下滑 81%，净利率约 4%，承压明显，主要系 3 月疫情反复及海棠湾关店 4.5 天影响。

盈利能力中枢随疫情影响起伏。2021Q1-2022Q1，公司季度毛利率为

39%/38%/31%/26%/34%；剔除 Q3 所得税返还及租金冲回影响，估算净利率为 16%/14%/9%/6%/15%；21H2 疫情影响承压。2022Q1 改善主要来自 1-2 月净利率回升（达到 18%），但 3 月净利率仅 4%，主要因疫情拖累。

海南免税全年表现前高后低，日上直邮有所承压。2021 年，公司海南免税收入 470.96 亿元/+57.19%，毛利率 23.57%/-4.79pct（预计剔除批发后）。其中三亚店营收 355.09 亿元/+66.58%，归母业绩 41.68 亿元/+40.46%；海免营业收入 159.62 亿元/+61.05%，归母业绩 7.93 亿元/+20.75%；日上上海收入 124.91 亿元/-9.02%，归母业绩 6.90 亿元/-44.66%，毛利率 31.08%/-8.43pct。日上中国（即北京相关机场及线上业务）营收 19.07 亿元/-40.45%，估算归母业绩 7.05 亿元，同比扭亏，但剔除租金冲回影响预计仍亏损。

图5：中国中免收入和业绩增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国中免2021年以来季度变化（含22年月度拆解）



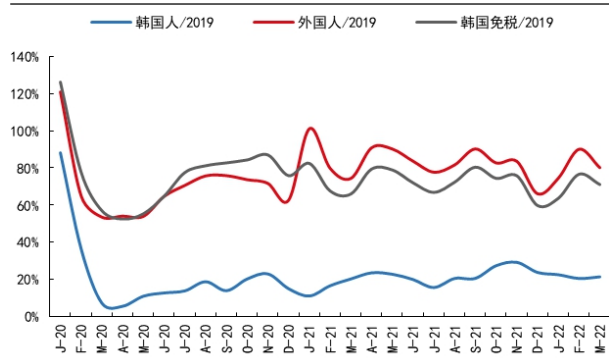
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期仍需跟踪疫情，中线规模和渠道优势助力提升。短期疫情仍影响公司主业经营，其中 4 月因疫情影响三亚店关店 10 天，预计短期收入和盈利压力仍存。但今年下半年，基数压力有望逐步缓解，且海口国际免税城、三亚一期 2 号地等项目有望推出。中线来看，公司未来一看立足全球免税第一和渠道扩容优化后供应链能力不断强化；二看全渠道布局深化与线上线下流量挖潜和多元变现；三看内外竞争下，央企主观动能持续强化，从规模到质量，向管理要效益，通过核心竞争力提升以更好应对未来多元变化市场环境。

韩国免税：2022 年 3 月韩国免税销售额恢复 71%，后续趋势仍待跟踪

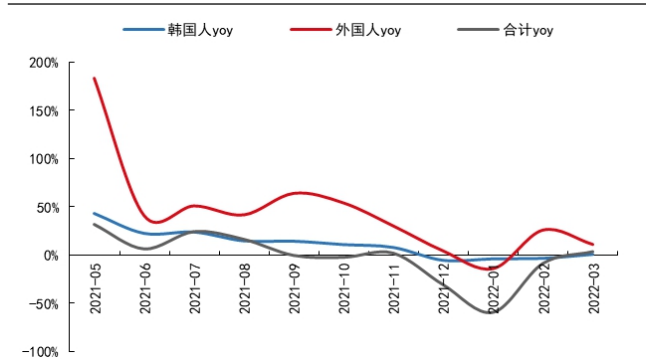
2022Q1 韩国免税销售额 35.34 亿美元/-1.36%，恢复至 2019 年 70.73%，其中外国人消费 33.39 亿美元/-2.90%，恢复至 2019 年 81.69%，对韩国免税的整体贡献达到 94.48%，占据绝对主导。

图7：韩国免税消费较2019年恢复情况（本国及外国人）



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

图8：韩国免税客单价同比变动情况



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

具体来看，1月韩免销售额同比-22.73%，恢复63.84%，外国人销售额占比92.71%；2月销售额同比+13.33%，恢复76.83%，外国人占比94.87%；3月韩国免税店销售额13.04亿美元/+7.69%，恢复至2019年的71.27%，其中外国人贡献95.40%，主要依靠客单价提升贡献（3月外国人购买人次4.98万/-2.79%，客单价2.62万美元/+10.89%）。总体来看，3月销售较2019年恢复程度相比2月有所下降，后续趋势需观察。

总体来看，韩国免税总量仍然可观，但边际也承受各种压力，且不排除后续国内海关等监管进一步趋严，韩国和中国免税市场疫情反复中有望进一步此消彼长。

免税资讯：国务院提出完善市内免税政策，海南发放免税消费券拟提振消费

我们整理2022年4月以来行业相关资讯（如下表所示），重点关注国务院4月25日发布的《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》中提出，要完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

结合我们此前跟踪，我们倾向于此市内免税店预计大概率指国人离境市内免税店。2020年3月，国家23部委发布《促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》指出：以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店等。今年1月，发改委印发《“十四五”现代流通体系建设规划》，再提完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

从政策进展来看，具体仍待跟踪观察，未来若出境游放开，则不排除相关政策预期有望进一步强化。结合我们此前报告分析，未来若国人离境市内免税政策预期强化，我们认为系蛋糕做大但或有限竞争，中免有望通过综合竞争力提升最大程度分享上述蛋糕，整体仍值得期待。

表1：免税行业近期相关资讯一览

时间	主体	事项
2022年4月	中服免税	国药中服免税正式上线京东国际，此次在京东国际上线的国药中服离岛免税购、国药中服免税会员购，均是双方战略合作的落地项目
2022年4月	珠免	珠海免税集团南宁吴圩机场出境免税店于2022年4月15日试营业，经营面积500多平方米
2022年4月	国务院	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》提出，持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。 完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022年4月	欧莱雅	法国美妆巨头集团欧莱雅表示，2022年第一季度，集团在海南旅游零售市场的业绩优于预期。欧莱雅第一季度全球销售额同比增长19.0%，达90.6亿欧元，表现强劲。欧莱雅在第一季度——尤其是春节前后——实现了强劲增长。公司目前是海棠湾排名第一的美妆集团，而海棠湾的三亚国际免税城是海南第一大免税商城，公司还对中免集团及其母公司中国旅游集团正在海口建设的海口国际免税城表示非常兴奋。他说，这个将于2022年底开放的“宏大”项目将提供29,000平方米的美妆零售空间，是海棠湾面积的近两倍半。在总结旅游零售前景时，Hieronimus说：“尽管我们目前所处的环境依旧比较动荡，我们看到西方世界的客流量和消费额正在持续反弹，而海南和韩国免税店仍然是北亚购物者的目的地。”
2022年4月	中免	新海南报道，中免旗下的海口国际免税城预计将于今年9月正式投入使用，建成后将成为全球最大的免税商城。目前综合体巨大的造型屋面已经完成合龙。此次海口国际免税城造型屋面合龙，在海口国际免税城免税商业中心的建设中意义重大，是实现建筑‘九州祥云’设计理念的关键，也是确保整个工程封闭断水、造型屋面幕墙及外立面幕墙施工的关键工序。
2022年5月	海南免税	2022年海南省政府“助商惠民 乐享海南”消费券发放活动正在持续开展。海南于4月30日发放了价值2000万元人民币的零售、餐饮及文旅消费券；随后在5月1日通过工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及交通银行，再投入1000万元数字人民币，开展免税购物满减活动，活动期限至5月31日。本次活动将在由中免集团、全球精品（海口）免税城、海旅免税、深免集团和中服免税经营的10家海南离岛免税店开展。省内外离岛旅客在实体免税店内进行线下消费，使用数字人民币结算可享受满减优惠活动——单笔消费满1000元减50元，满3000元减300元，满5000元减500元。

资料来源：国务院，海口日报、新海南、DFE、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

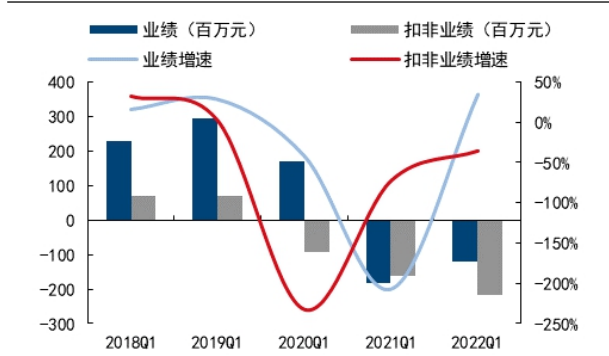
此外，**行业层面**，3月以来受疫情影响海南离岛免税市场遇冷，为助力疫情后免税市场持续升温，海南省推出“助商惠民，乐享海南”数字人民币免税购物满减活动，活动时间自5月1日起将持续1个月，以期刺激免税销售。品牌商层面，欧莱雅2022年一季度全球销售额同比增长19.0%，其中海南免税今年春节前后表现突出；此外，**运营商层面**，国药中服免税已于京东国际上线小程序中服离岛免税购和国药中服免税会员购，为此前双方战略合作的落地项目；**珠海免税**出境免税店试营业，经营面积超500平方米，未来将以此为切入点积极布局西南地区免税市场。**中免**海口国际免税店造型屋面已经完成合龙，预计2022年9月底开业。

酒店：疫情扰动下经营承压，关注后续疫情和复苏预期

业绩表现：疫情下锦江和首旅2022Q1业绩均同比增亏，君亭仍实现盈利

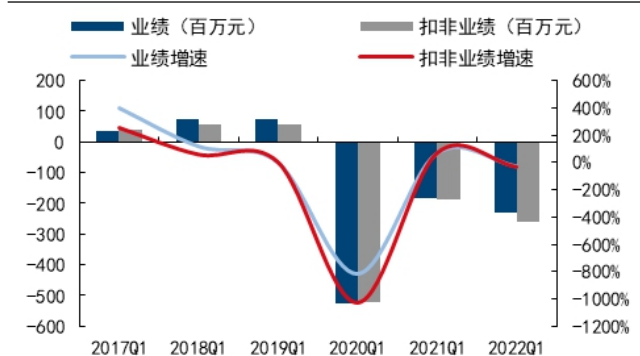
2022Q1，锦江营收23.22亿元/+0.97%，恢复至2019Q1约70%；归母净亏损1.20亿元，同比减亏0.63亿元；扣非净亏损2.18亿元，同比增亏0.57亿元。其中境内酒店收入-8.23%，恢复约70%；海外收入+46.12%，恢复65%（按欧元计恢复71%），亏损约2390万欧元，减亏289万欧元，剔除补贴减亏约1000万欧元+。**首旅**营收12.12亿元/-4.64%，恢复至2019年62.37%，实现归母业绩亏损/扣非业绩亏损2.32亿元/2.59亿元，同比各增亏0.50亿元/0.69亿元。**君亭**2022Q1营收0.62亿元/-3.72%，恢复至2019年74.78%，归母业绩392.47万元/-44.58%，扣非业绩287.16万元/-48.32%，公司多数核心门店Q1系隔离酒店，从而支撑盈利。

图9：锦江酒店 2022Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：首旅酒店 2022Q1 归母净利润及增速



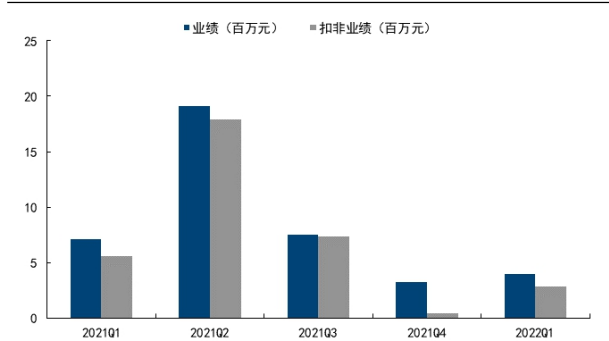
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营情况：疫情反复下境内酒店复苏受制，境外酒店逐步复苏

境内方面，锦江 Q1RevPAR104.41 元/-10.69% (ADR+3.58%；OCC-8.12pct)，恢复至 2019Q1 的 72.62%，恢复程度环比放缓；同店 RevPAR 同比下滑 14.36% (ADR+1.37%；OCC-9.31pct)。华住境内在营酒店（不含征用酒店）Q1RevPAR 132 元/-4.1% (ADR+7.2%；OCC-7.0pct)，恢复至 2019Q1 的 74.3%，环比也放缓；同店 RevPAR 恢复至 63.8% (ADR-9.9%，OCC-24.6pct)。首旅酒店 Q1RevPAR 86 元/-8.8% (ADR +3.0%；OCC-6.3pct)，恢复至 2019Q1 的 62.8%，恢复程度环比放缓，其中经济型/中高端 RevPAR 各恢复 61.9%/57.5%；同店 RevPAR 88 元/-10.5% (ADR+0.9%；OCC-6.5pct)，疫情影响下仍承压。君亭 Q1RevPAR209.07 元/+5.11% (OCC+7.58pct；ADR-8.23%)，主要系隔离酒店大幅增加。

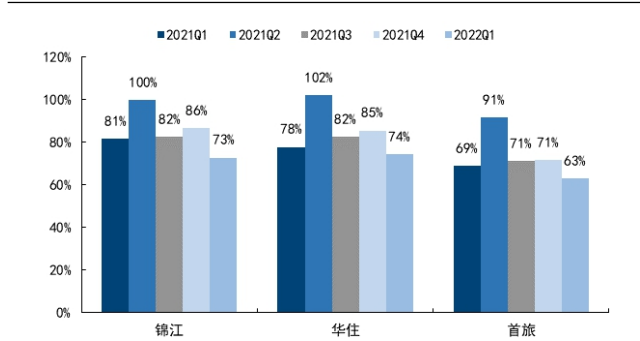
境外方面，锦江 Q1RevPAR 25.95 欧元/+47.28% (ADR+11.98%；OCC+11.44pct)，恢复至 2019Q1 的 79.77% (与 21Q4 的 81.56% 恢复度接近)。华住 Q1 境外酒店 RevPAR 33.4 欧元/+158.8% (ADR+28.4%；OCC +19.2pct)，3 月境外客房收入恢复至 65%，相较于 1 月恢复至 47% 有所提升。

图11：君亭酒店 2021 各季度及 2022Q1 业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：三大酒店龙头 2021 年各季度及 2022Q1 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

开店情况：锦江开店速度有所放缓，首旅华住开店提速

2022Q1，锦江新开店略有放缓（优势区域疫情影响时间较长，且此前基数较高），新开店 232 家，关店 88 家，净增 144 家（21Q1 新开 347 家，净增 157 家），其中直营-4 家/加盟+148 家，中端+142 家/经济型+2 家，继续着力布局轻资产和中端市场。首旅新开店略提速但闭店亦同比增加，新开店 190 家（直营/加盟 8/182 家，经济型/中高端/云酒店/管理输出各 31/57/101/1 家），同比略提速（21Q1

新开 184 家），其中中高端占比 30%，关店 113 家（21Q1 关店 87 家），净增店 77 家（21Q1 净增 97 家）。**华住开店提速但闭店也增加**，新开 303 家，净增 158 家，其中经济型/中端/中高端/高端奢华各净增 38/104/18/5 家。境内新开店 302 家，同比提速（20Q1/21Q1 分别 296/209 家），关店 140 家，净增 162 家（20Q1/21Q1 分别净增 220/92 家）；境外 DH 新开店 1 家，关闭 5 家，净关 4 家。

表2：三大酒店龙头 2022Q1 年开店情况及 2022 年开店规划

	合计			净增：按酒店类型			净增：按经营模式		2022Q1 末 储备店	2021 年开店计划	2022 年开店计划
	新增	关闭	净增	中端及以上	经济型	其他（含轻管理）	加盟	直营			
锦江	232	88	144	142	2	/	148	-4	/	新开 1500 家，新签约 2500 家	新开 1500 家，新签约 2500 家
华住	303	145	158	120	38	/	166	-8	2271	新开 1600-1800 家，关 500-550 家	新开 1500 家，关 500-550 家
首旅	190	113	77	42	-32	67	82	-5	1827	新开 1400-1600 家	新开 1800-2000 家

资料来源：公司公告，wind、国信证券经济研究所整理

总体而言，2022 以来国内疫情多点散发，酒店经营普遍承压，复苏放缓。短期仍需跟踪疫情反复情况和出行政策放松节奏，但未来若疫情企稳复苏仍可期。中线酒店龙头规模扩张、发力下沉、中高端布局并进，且品牌、产品、会员、技术、组织等内功修炼下，成长仍值得期待。

宋城演艺：短期疫情反复仍然受制，五一假期仅三地开园

近期疫情持续反复下，旅游演艺行业仍然承压，宋城经营恢复仍然受制。由于 3 月以来国内疫情兼有局部规模与多点散发特点，公司复园节奏受制，每日演出由 6-8 场转为 2-4 场，五一假期维持 2-3 场。具体来看，宋城杭州本部仅清明假期开放 3 天，后因疫情影响继续闭园。其他项目依然受制，此前丽江、三亚、桂林千古情每日约演出 1 场，此后丽江 4.6-4.29 暂闭、五一开园，而三亚、桂林两者分别则于 4.1、3.21 起闭园至今；其余上海、西安、张家界、九寨等项目仍然持续闭园。轻资产炭河于 3.18 闭园至今；宜春 3.18-4.15 闭园，此后每日 1 场；新郑 4.2 起每日 1 场，但于 5.4 因郑州疫情趋严闭园。结合下表，公司 2022 年 4 月至今的演出场次显著低于 2021 年同期，五一假期表现较为平淡，尽管华东疫情有所控制，但短期全国新增确诊数仍高企且多地频发，预计仍影响公司短期经营。

表3：宋城演艺主要项目近期演出情况及 2022VS2021

项目	近期演出情况	22.4.1-5.4 演出 场次	21.4.1-5.4 演出 场次
杭州	12.10-3.4 停演，3.5-3.13 每日 1-2 场，3.14-4.2 暂停，4.3-4.5 开演，4.6 至今停演	5	184
三亚	9.17 开园至今年 4.1，1 月每日约 2 场，2 月每日约 3 场，3 月大多每日 1 场，4 月起停演	0	103
丽江	12.28-1.31 停演，2.1 以来每日 1-2 场，2.9 后每日多为 1 场，4.6-4.29 停演，4.30 起每日 1 场	10	75
桂林	元旦每日 1 场，1.4-2.1 停演，2.2-2.5 每日 2 场，此后每日 1 场，3 月下旬以来停演	0	107
九寨	11.5 起停演至今	0	42
张家界	11.1 起停演至今	0	96
西安	8.2 起停演至今	0	61
上海	11.1 起停演至今	0	16
合计		15	684

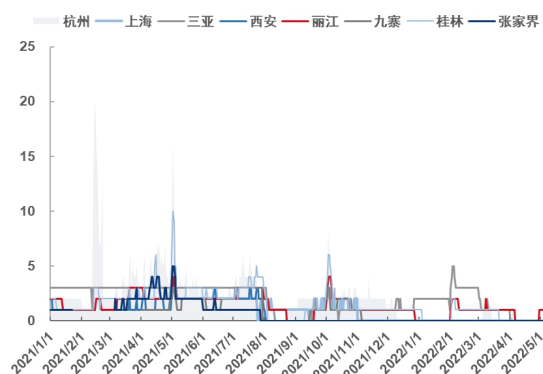
资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所预测 注：实际演出场次可能存在部分偏差

图 13：宋城演艺每日场次情况

图 14：宋城演艺千古情场次情况



资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

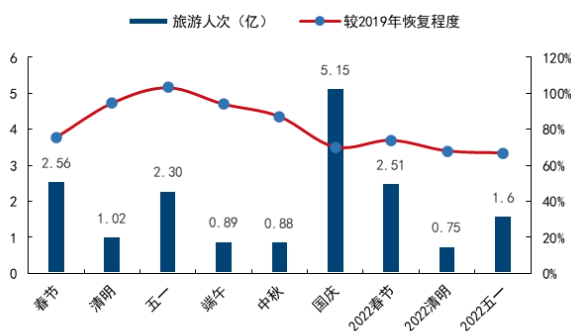


资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

国内游：疫情影响下，五一小长假表现平淡

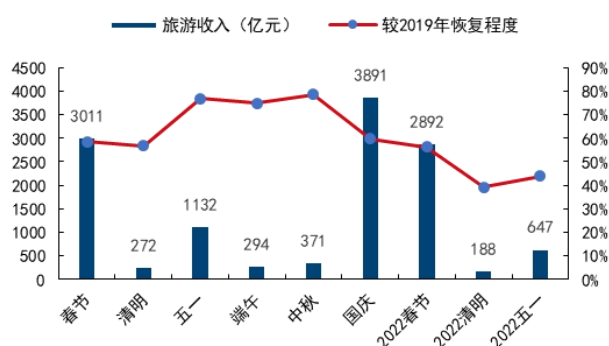
疫情影响下，今年五一小长假继续承压，旅游人次和收入分别同减 30%、43%。5 月 4 日，根据文化和旅游部数据，2022 年五一假期 5 天，全国国内旅游出游 1.6 亿人次/-30.2%，实现旅游收入 646.8 亿元/-42.9%，按可比口径估算，分别恢复至 2019 年 66.8%、44.0%，与 2021 年 103.2%、77.0%的恢复程度相比差距较大。总体来看，今年以来疫情反复下，国内旅游承压明显，2022 年春节旅游人次和收入各恢复至 74%/56%；清明旅游人次和收入各恢复至 68%/39%，三大节假日旅游人次及收入较疫情前恢复程度均明显不及 2021 年。从特点来看，本地游、周边游仍为主流。

图 15：五一假期出游人次较 2019 年恢复情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图 16：五一假期旅游收入较 2019 年恢复情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

从国内部分重点景区和省市来看，客流及收入恢复进一步承压，各景区/省市同比 2021 年均呈现出较大程度下滑，具体如下表所示，其中安徽西递、宏村人次、收入相比 2021 年下滑超过 98%以上（与今年清明节假期跌幅相当），峨眉山景区日均客流下滑约 47%，三亚凤凰机场、海口美兰机场进出港旅客分别下降超 80%、70%，近期疫情反复下五一假期期间主要景区/省市承压显著。

表4：2022 五一黄金周部分景区或重点省市表现一览

景区/重点省市	接待游客（万人次）	人次同比 2021	旅游总收入（万元）	收入同比 2021
西递	0.0228	-99.28%	1.28	-99.44%
宏村	0.1490	-98.36%	11.10	-98.21%
峨眉山景区 (4.30-5.2)	3.82	-47.44%（日均客流同比）		
武陵源核心景区(5.3)	1.30	-36.62%		
天门山景区(5.3)	1.38	-51.49%		
河南省	1025.29	-81.45%	约 480500	-83.60%
杭州市(4.30-5.2)	187.27	-66.11%（日均客流同比）		
青岛市 A 级景区	120.69	-46.26%	2064.13	-55.02%
三亚凤凰机场	4.95	-80%+		
海口美兰机场	10.3	-69.87%		

资料来源：各地旅游局，各景区官网或官微等，国信证券经济研究所整理

出入境：3 月澳门游承压，部分口岸城市入境隔离政策略有调整

今年 2 月起欧洲各国因应疫情减缓相继放宽管制，3 月海外出行限制开始有所放宽，4 月海外出行限制进一步放宽，部分国家宣布已完全接种疫苗的入境人员将免于隔离甚至免于入境的核酸检测，全球人员流动开始有望逐步恢复。

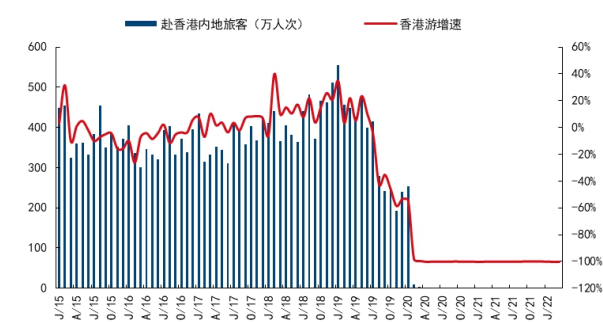
表5：2 月起多国放开防疫措施和入境限制

时间	国家	防疫措施/入境政策
2 月 1 日	丹麦	取消全部疫情管控限制，不再视为新冠社会的重大威胁
2 月 2 日	法国	分阶段放宽限制措施，包括不再强制要求户外戴口罩
2 月 9 日	瑞典	取消疫情防疫限制政策，终止大规模核酸检测
2 月 11 日	英国	出发前 14 天完全接种疫苗的国际旅客不再需要抵达时接受核酸检测和隔离
2 月 15 日	荷兰	分阶段取消绝大多数防疫限制，25 日起取消来自高风险国家的所有入境者的隔离限制
2 月 21 日	澳洲	全面容许所有持有合法签证者进入，包括海外游客，条件是必须要完成 2 剂疫苗接种，或者获得医疗豁免。
2 月 25 日	美国	大幅放宽有关“室内公共场所戴口罩”防疫建议的适用标准
2 月 28 日	新加坡	放宽入境旅客防疫措施，须遵守居家隔离措施的旅客不论从哪个国家或地区入境，都只须在住所隔离七天
3 月 1 日	泰国	放宽入境防疫要求，实施新的“即测即走”入境免隔离政策，将此前规定的入境后两次病毒核酸检测减少为 1 次，第二次检测改为病毒快速检测
3 月 1 日	日本	放宽对外国留学生和商务人士等的入境限制，每天入境人数上限将从 3500 人提高到 5000 人，入境后隔离时间缩短到 3 天，甚至一定条件下可免于隔离
3 月 14 日	日本	进一步放宽入境限制，将每天入境人数上限从 5000 人提高到 7000 人。
3 月 15 日	希腊	入境旅客不再需要填写“旅客定位表”（PLF），免除了部分国家旅客抵希后需进行核酸检测的义务。
3 月 15 日	越南	重新开放边境，并宣布恢复对 13 个国家公民的免签政策
3 月 16 日	菲律宾	进一步放宽外国人入境限制，允许满足已完全接种新冠疫苗等条件的非免签证国家和地区公民入境。非免签证国家和地区的公民，入境时需持有效签证、新冠疫苗接种证明和出发前 48 小时内的核酸检测阴性证明等文件，入境后需自我监测 7 天。
3 月 18 日	英国	取消所有针对新冠的入境限制措施，所有入境英国的旅客都无需再进行入境新冠检测或填写“乘客定位表”等。
4 月 1 日	加拿大	全剂量接种新冠疫苗人员入境加拿大时，不需要提供病毒检测报告。但随机抽检，等候抽检结果期间，旅客不需要隔离。
4 月 1 日	马来西亚	重开国门，所有已完成疫苗接种的入境者，无需隔离。入境旅客在启程出发的前 2 天和入境后的 24 小时内需进行新冠病毒检测。
4 月 1 日	新加坡	4 月 1 日起，全球所有已完全接种疫苗的旅客以及 12 岁及以下孩童，只须在出发前 48 小时内做新冠检测并取得阴性结果，不再需要申请接种疫苗的旅行通行证（VTP）或航空旅行通行证（ATP），抵境后无须再做抗原快速检测或遵守居家通知。
4 月 8 日	日本	4 月 8 日起，日本解除 106 个国家和地区的入境限制，并于 4 月 10 日将入境人数上限提高至每天 1 万人，暂时仅留学生、商务人士、技能实习生等以非观光旅游为目的的外国人可入境。
4 月 12 日	新西兰	向澳大利亚的游客开放边境；暂定 5 月 2 日起，向新西兰免签国家及其他国家已持有新西兰签证的游客开放边境。入境访客须接种两剂新冠疫苗，并在登机前提供新冠病毒检测阴性报告。符合条件的游客可以免隔离入境。
4 月 15 日	美国	4 月 15 日起允许美国公民、美国国民、合法永久居民和某些离开中国上海的有签证的非公民，在 2022 年 5 月 11 日之前无需进行 COVID-19 测试或康复报告即可前往美国。（仅限上海出发）
4 月 17 日	澳大利亚	4 月 17 日起，入境澳大利亚不再要求 72 小时内的核酸检测。

资料来源：各国新闻媒体、民航资源网、腾讯网、国信证券经济研究所整理

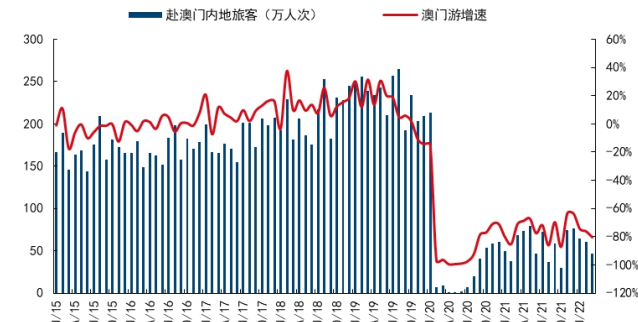
聚焦国内，澳门游方面 3 月进一步承压。3 月内地赴港游客 0.10 万人，同比降低 79.73%，相比于 2 月下跌 52%降幅进一步扩大，3 月上旬香港疫情最为严峻（最高单日新增可达 3 万例），导致赴港旅游人数明显承压，相较 2019 年仍下滑 99%+；3 月赴澳门游客 46.9 万人，同比-31.9%，较 2019 年下滑 80.3%，相比于 2 月 60.9 万人/+60.06%也大幅回落，主要系 3 月国内疫情反复影响。

图 17：3 月赴香港旅游人数较 19 年同期下滑 99%+



资料来源：香港旅游发展局、国信证券经济研究所整理；注：21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

图 18：2 月赴澳门旅游人数较 19 年同期下滑 80.3%



资料来源：澳门统计暨普查局、国信证券经济研究所整理；注：21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

4 月以来香港疫情有所好转，平均单日新增确诊病例为 1478 例，相比 3 月日均新增 6651 例有大幅下降，但少数日期单日新增可超 1 万例，波动幅度大，后续通关节奏与疫情发展仍待跟踪观察。

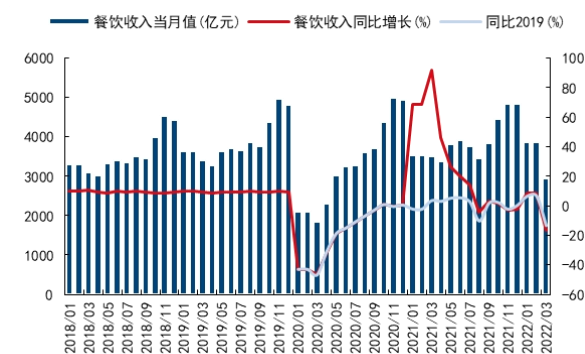
国内入境游方面，八大试点入境隔离由“14+7”调整为“10+7”。根据腾讯网，中国国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布文件称：从 4 月 11 日起以上海、苏州、宁波、厦门、青岛、广州、成都与大连等 8 个城市作为试点地区，进行隔离政策部分松绑、为期一个月：包含入境隔离管控措施由“14 天集中隔离+7 天居家健康监测”调整为“10 天集中隔离+7 天居家健康监测”。与此同时，据环球旅讯报道，北京也调整入境隔离政策，从此前的 14 天集中隔离+7 天集中或居家隔离调整为 10 天集中隔离+7 天居家隔离，预计主要系结合最新病毒特点，缩短相关隔离时间。

结合前文分析，相关专家也表态目前中国的“动态清零”政策不会永远保持不变，在不久的将来，定会在合适的时间点，展示中国式与病毒共存的路线图。中长线来看，在满足一定条件的情况下，国内出入境仍有可能逐步试点探索放开。

餐饮：3 月餐饮收入下滑 16.4%，北京 4 月底开始暂停堂食

根据国家统计局公布的社零数据，2022 年 3 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 2935.3 亿元，同比降低 16.4%，3 月以来国内疫情多地频发，部分地区取消堂食等，3 月餐饮业承压，相较 2019 年同期下滑 13.5%（1-2 月超疫情前 6.4%）；3 月限额以上企业餐饮收入为 727.8 亿元，同比下跌 15.6%。

图 19: 国内餐饮行业月度表现



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理；注：1、2 月增速用累计增速代替

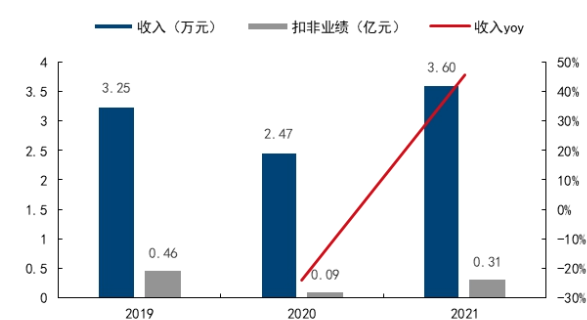
图 20: 国内限额以上餐饮收入表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；：1、2 月增速用累计增速代替

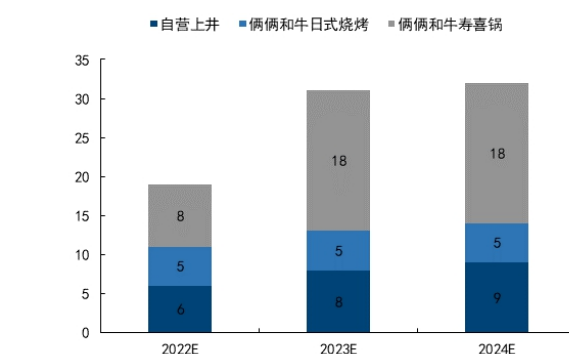
日料龙头上井提交招股书，国内门店 46 家，系国内最大的日料放题餐厅。公司首家餐厅于 2004 年推出，主打日式料理，旗下品牌主要为“上井精致料理”及“俩俩和牛”，前者为上井主要品牌，定位高档日料主题，后者于 2022 年 2 月新推出，目标客群更加年轻化，分为日式烧烤放题和寿喜锅放题两类门店。根据招股书，公司现有 46 家上井餐厅（35 自营+11 加盟），是中国最大的日本料理放题餐厅（按 2020 年收入和餐厅数量计），占据 0.8% 市场份额。2019-2021 年，分别实现营业收入分别为 3.25 亿元、2.47 亿元/-24.00% 和 3.60 亿元/+45.74%，其中 99% 来自自营上井餐厅收入，其余来自加盟费，分别实现扣非业绩 0.46、0.09、0.31 亿元。根据招股书，公司预计 2022、2023、2024 年分别开设约 19、31 和 32 家门店，其中自营上井 6/8/9 家，俩俩和牛日式烧烤放题 5/5/5 家，俩俩和牛寿喜锅放题 8/18/18 家，扩张以品牌俩俩和牛为主。

图 21: 2019-2021 公司营业收入及扣非业绩（亿元）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图 22: 公司门店扩张计划



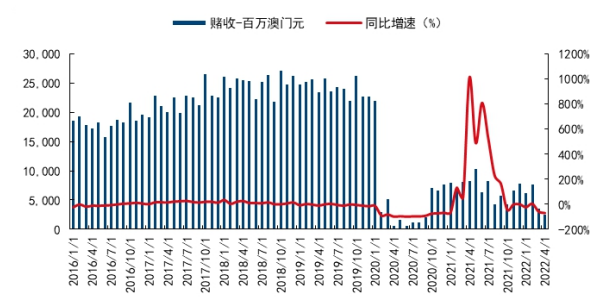
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

一线城市最新防疫政策：北京暂停堂食，上海地区推进复工复产，沪深地区发放消费券助力复苏。1) 北京：4 月 30 日起，全市文旅场所内对外营业的餐饮经营单位，暂停堂食服务。5 月 4 日相关负责人表态，北京餐饮经营单位继续暂停堂食服务。2) 深圳：4 月 28 日起通过美团、京东平台，向深圳消费者陆续发放 5 亿元消费券，其中包含 6000 万元餐饮消费券。3) 上海：截至 5 月 1 日，累计发放“复工证”5851 张，发放“通行证”87766 张，涉及近千家餐饮企业、311 家超市商贸与 220 家主副食品等。4) 广州：4 月 23 日起除少数街道外全市恢复堂食，政府将在五月份发放超 1 亿元消费券，其中餐饮行业设置 10 至 500 元不同面值消费券，满足不同餐饮消费层次需求。

博彩：4月澳门博彩赌收同减68%，仅达2019年的11%

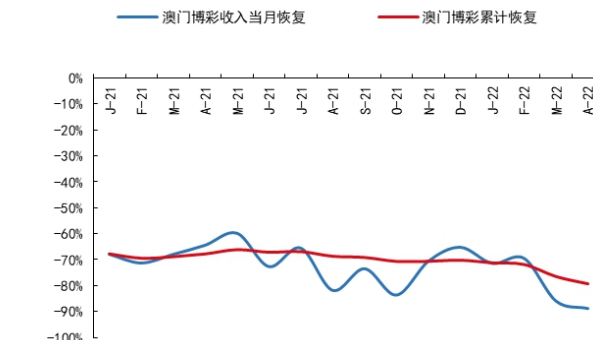
根据澳门博彩监察协调局数据，4月澳门博彩实现毛收入26.8亿澳门元，同比下跌68.1%，仅恢复至2019同期的11.4%，相较3月14.2%的恢复水平进一步下降，1-4月实现累计毛收入204.5亿澳门元/-36.2%，仅恢复至2019年的20.5%。

图23：澳门博彩毛收入月度表现



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图24：2021-2022年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

自2020年9月23日恢复办理内地居民赴澳门旅游签注以来，澳门博彩赌收有所恢复，但由于各地对出境游管控力度不一且游客境外出游意愿需要时间修复，因此较历史高位仍有显著差距，但澳门已经作为是唯一放开出境游目的地恢复程度最好的市场，可给未来其它出境游目的地开闸后的出行景气度提供借鉴。

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；

国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；

国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；

收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 22-5-5	EPS			PE			PB 2021
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888	中国中免	买入	181.99	4.94	5.14	7.18	36.84	35.41	25.35	11.07
600754	锦江酒店	买入	53.70	0.09	0.55	1.79	596.67	97.64	30.00	3.48
600258	首旅酒店	买入	23.53	0.05	0.27	0.92	470.60	87.15	25.58	2.43
2150. HK	奈雪的茶	增持	3.84	-3.28	-0.05	0.07	-	-	54.85	1.34
9869. HK	海伦司	买入	8.59	-0.18	0.24	0.46	-	35.78	18.67	3.82
1179. HK	华住集团-S	增持	19.36	-0.15	0.1	0.62	-	193.59	31.22	5.75
6862. HK	海底捞	增持	11.99	-0.75	0.16	0.39	-	74.93	30.74	8.52
9987. HK	百胜中国-S	增持	268.60	14.82	10.75	12.97	18.13	24.99	20.70	2.60
0520. HK	呷哺呷哺	增持	2.58	-0.27	0.14	0.24	-	18.40	10.73	1.43
9922. HK	九毛九	买入	13.69	0.23	0.35	0.59	59.52	39.11	23.20	6.51
300144	宋城演艺	买入	12.53	0.12	0.15	0.49	104.42	83.53	25.57	4.30
300662	科锐国际	增持	47.07	1.28	1.63	2.11	36.77	28.88	22.31	4.37
603043	广州酒家	买入	21.78	0.99	1.12	1.41	22.00	19.45	15.45	4.04
603136	天目湖	买入	22.18	0.28	0.29	0.69	79.21	76.48	32.14	3.60
600138	中青旅	买入	10.33	0.03	0.22	0.7	344.33	46.95	14.76	1.20
301073	君亭酒店	增持	72.95	0.46	0.61	1.58	158.59	119.59	46.17	11.99
000888	峨眉山 A	增持	6.65	0.03	0.04	0.35	221.67	166.25	19.00	1.43
600054	黄山旅游	增持	10.02	0.06	0.06	0.43	167.00	167.00	23.30	1.74
002707	众信旅游	增持	5.54	-0.51	-0.19	0.02	-10.86	-29.16	277.00	24.25
000978	桂林旅游	增持	5.47	-0.59	-0.09	0.06	-	-60.78	91.27	1.91
002033	丽江股份	增持	6.23	-0.07	0.15	0.35	-	41.53	17.80	1.44
0780. HK	同程旅行	增持	11.50	0.32	0.41	0.58	35.94	28.05	19.83	1.709

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：桂林旅游、众信旅游盈利预测来自 Wind 一致预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032