

社会服务

2023年06月04日

4月韩免销售同环比下降，华住Q1业绩超疫情前

——行业周报

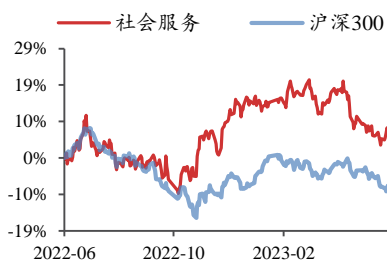
投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《咖啡产业规模突破2000亿，618预售美妆表现亮眼——行业周报》

-2023.5.28

《暑期旅游预订热潮将至，佳禾食品发布定增预案扩产咖啡——行业周报》

-2023.5.21

《茶饮/咖啡加速下沉渗透，出入境政策持续优化——行业周报》-2023.5.14

● 出行/免税：亲子游热度攀升，4月韩国免税同环比下降

出行/旅游：根据携程黑板报公众号，2023年上半年国内亲子旅游订单数同比增长1.5倍，游客人数较2019年同期提升15%，研学、游学、露营等多元化特色亲子游产品受到市场热捧；5月30日文旅部发布旅行社报告显示，2023Q1国内旅行社景气度较2022年同期大幅回暖。**访港数据追踪：**本周（5.28-6.3）内地访客总入境人次达451184人，环比-6%，日均6.4万人，恢复至2019年月度（5月）日均的48.3%。**免税：**根据KDFA，2023年4月韩国免税销售额8.89亿美元，同比-20.65%，连续13个月同比下降，环比-5.01%。购物人次163.56万人，持续增长，但由于客单价（2023年4月客单价543.83美元）持续的大幅下降，购物人次增长难以带动销售额回升。

● 餐饮/酒店：海伦司全面开放加盟，华住Q1营收及净利超疫情前

餐饮：连锁业态纷纷开放加盟以求规模快速扩张，海伦司全面开放合伙，推出三种店型及梯级分成模式，合作模式与瑞幸类似，毛利在6万以下，海伦司不抽成；奈雪投资乐乐茶完成交割，持股约43%，5月店效与4月基本持平。**酒店：**华住酒店业务复苏至疫情前水平，受ADR驱动明显，一季度收入45亿元，同比增长67.1%，高于集团此前指引，经调整EBITDA为17亿元，相比2022年一季度的负3.33亿元，实现扭亏为盈。

● 美丽/会展：爱美客旗下“注射用A型”肉毒素已完成III期临床试验

美丽：爱美客旗下“注射用A型”肉毒素已完成III期临床试验。**米奥会展：**印尼展共计850家企业参展，总展位数达到1004个，展示面积超过20000平方米。波兰展共计350家企业参展，总展位数550个，展示面积10000平方米。德国展将于6月5日—6月7日在埃森展览中心正式开展。

● 本周社服板块整体略有波动，景区类领涨

本周（5.29-6.2）社会服务指数2.13%，跑赢沪深300指数1.85pct，在31个一级行业中排名第9；2023年初至今社会服务行业指数-6.04%，低于沪深300指数的-0.67%，在31个一级行业中排名第23。本周（5.29-6.2）景区类标的领涨。

受益标的：科思股份、大丰实业、佳禾食品、倍加洁、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展。

● **风险提示：**疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、 出行/旅游：亲子游热度攀升，旅行社景气修复.....	3
1.1、 携程：特色亲子游全线复苏，暑期团队游订单大涨.....	3
1.2、 文旅部发布一季度全国旅行社调查报告.....	3
1.3、 航空：国内民航平稳运行，国际航班持续恢复.....	4
1.4、 访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港保持平稳.....	4
2、 免税：4月韩国免税销售额同环比下降，购物人次增长.....	6
3、 餐饮：海伦司开放合伙人模式，乐乐茶收购落地.....	7
3.1、 海伦司全面放开加盟，新模式按毛利分成.....	7
3.2、 奈雪收购乐乐茶落地，5月RTD业务实现微利.....	8
4、 酒店：华住公布一季报，营收与净利均超疫情前水平.....	8
5、 会展：米奥会展波兰展收官成交量喜人，德国展接续继续创造新篇章.....	9
6、 美丽：爱美客旗下"注射用A型"肉毒素已完成III期临床试验.....	9
7、 行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘.....	10
7.1、 行业跟踪：本周社服板块持续波动.....	10
7.2、 社服标的表现：本周（5.29-6.2）景区类上涨排名靠前.....	11
8、 风险提示.....	13

图表目录

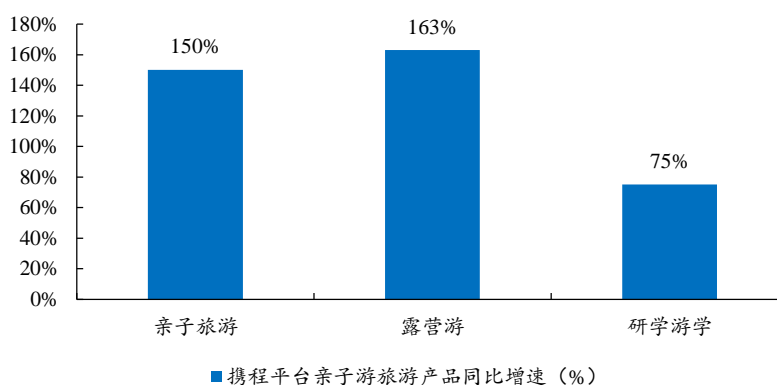
图 1： 2023 上半年携程亲子游产品持续热销.....	3
图 2： 2023Q1 旅行社接待国内游客人次恢复至 2019 年同期 79%.....	4
图 3： 国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 102.3%.....	4
图 4： 国际客运执行航班量恢复至 2019 年 39.4%.....	4
图 5： 近一周内地/全球访港人数环比-6%/-4.4%.....	5
图 6： 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 48.3%/46.4%.....	5
图 7： 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-12.6%/-9.7%.....	5
图 8： 2023 年 4 月韩国免税销售额同比下降.....	7
图 9： 2023 年 4 月韩国免税购物人次持续增长.....	7
图 10： 2023 年 4 月韩国免税客单价同环比继续下降.....	7
图 11： 截止 5 月底奈雪新开门店数为 95.....	8
图 12： 2023 年 5 月奈雪平均店效同比恢复至 110%.....	8
图 13： 2023 年 4 月华住 RevPAR 恢复至 2019 年的 127%.....	9
图 14： 2023Q1 华住实现毛利率 27%，净利率 22%.....	9
图 15： 本周（5.29-6.2）社服板块跑赢沪深 300（%）.....	10
图 16： 2023 年初至今社服板块走势弱于沪深 300（%）.....	10
图 17： 本周（5.29-6.2）社会服务在一级行业排名 9（%）.....	11
图 18： 2023 年初至今社会服务在一级行业排名第 23（%）.....	11
图 19： 本周（5.29-6.2）峨眉山 A、ST 明诚、九华旅游领涨（%）.....	12
图 20： 本周（5.29-6.2）国新文化、学大教育、谱尼测试跌幅较大（%）.....	12
图 21： 本周（5.29-6.2）峨眉山 A、中体产业、九华旅游净流入额较大（万元）.....	12
图 22： 本周（5.29-6.2）中公教育、国新文化、科德教育净流出额较大（万元）.....	13
表 1： 盈利预测与估值.....	13

1、出行/旅游：亲子游热度攀升，旅行社景气修复

1.1、携程：特色亲子游全线复苏，暑期团队游订单大涨

2023 上半年国内亲子游维持高景气，多元化亲子产品备受追捧。疫情后补偿性消费需求下，2023 上半年国内旅游强势回暖，暑期旺季临近叠加六一节催化，亲子游市场呈现繁荣景象。根据携程黑板报公众号，2023 年上半年国内亲子旅游订单数同比增长 1.5 倍，游客人数较 2019 年同期提升 15%，同时亲子酒店沉浸式度假、订亲子房寻求更好住宿体验皆成为当代亲子家庭出游的高需求点，上半年亲子房酒店产品同比增长 117%，反超疫前同期 46%。近年多元化、高质量的亲子游产品类型日趋丰富，其中景区游仍是亲子家庭主要休闲方式，OTA 平台加快与景区产品开发联动，目前携程已上线数万条相关产品，较 2020 年增长 2.8 倍。研学、游学、露营等新潮旅行方式不断涌现，上半年游学研学产品同比增长 75%，1-5 月露营订单同比增长 163%，沙漠露营、海岛露营、森系露营收到更多亲子家庭热捧。暑期旺季将至，受益于“双减”政策催化，中小学生在暑期可支配时间增加，亲子游需求较疫情前有望上行。

图1：2023 上半年携程亲子游产品持续热销

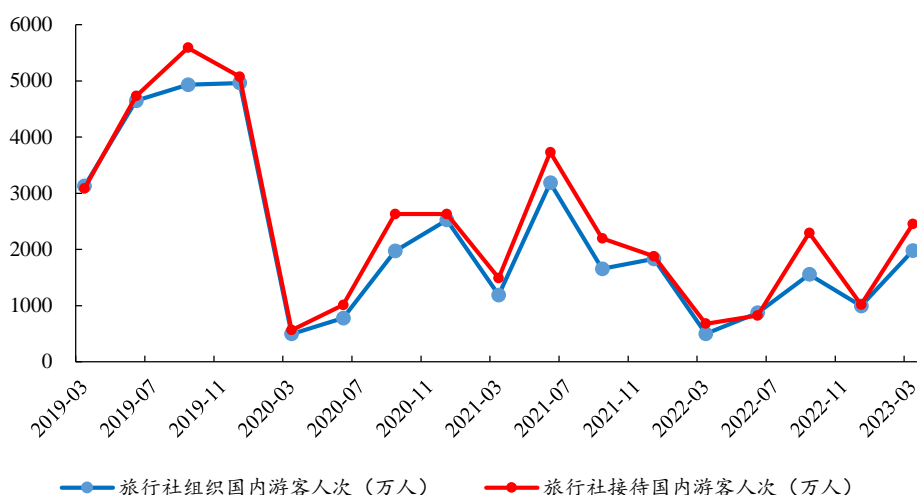


数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

1.2、文旅部发布一季度全国旅行社调查报告

2023Q1 国内旅行社市场大幅回暖。5 月 30 日，文化和旅游部发布《2023 年第一季度全国旅行社统计调查报告》。报告显示，2023 年第一季度，全国旅行社国内旅游组织 1980.65 万人次，同比增长 296.9%；接待 2452.13 万人次，同比增长 261.7%，恢复至 2019 年同期 79%，主要原因可能系疫情下旅行社供给出清，同时自由行兴起进一步压缩旅行社市场空间。

图2：2023Q1 旅行社接待国内游客人次恢复至 2019 年同期 79%

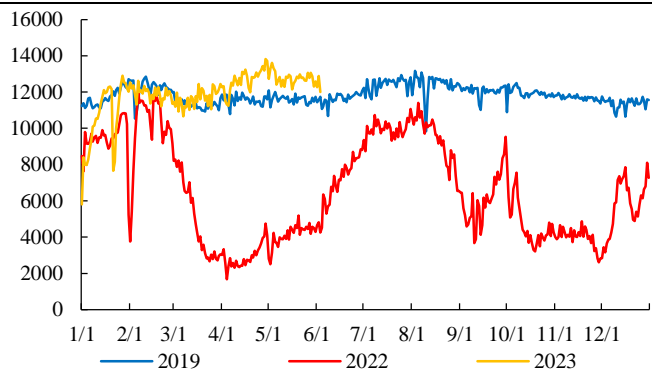


数据来源：文旅部、开源证券研究所

1.3、航空：国内民航平稳运行，国际航班持续恢复

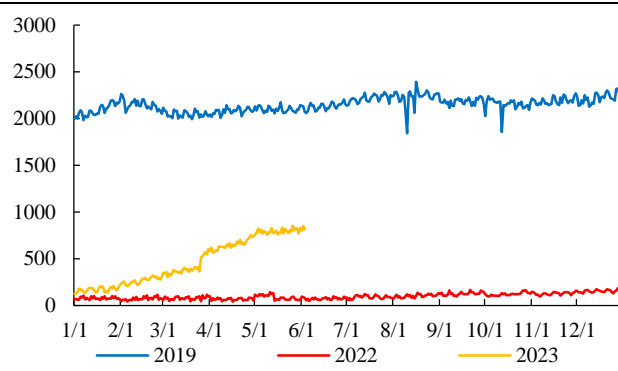
根据航班管家，2023年6月3日全国客运执行航班量13054架次，恢复至2019年同期91%，其中，国内客运执行航班量12004架次，恢复至2019年同期102.3%。5月整体恢复程度趋近99%，全国航空运行整体平稳。

图3：国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 102.3%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图4：国际客运执行航班量恢复至 2019 年 39.4%

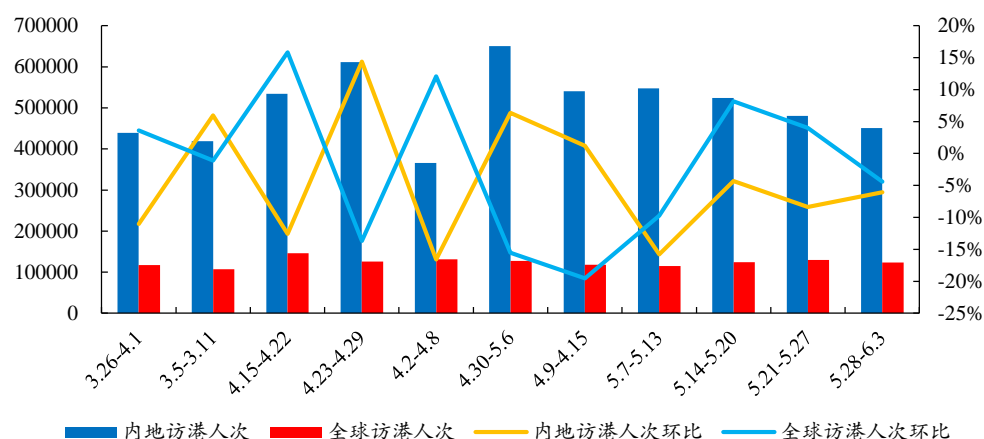


数据来源：航班管家、开源证券研究所

1.4、访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港保持平稳

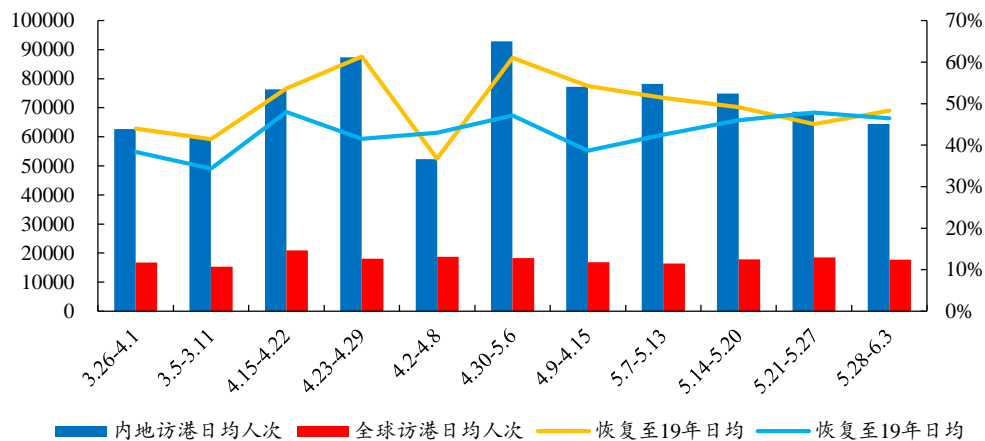
本周(5.28-6.3)内地访客总入境人次达451184人，环比-6%；全球访客总入境人次(除内地外)达123812人，环比-4.4%。内地访客日均人数恢复至2019年月度(5月)日均的48.3%，全球访客日均人数(除内地外)恢复至2019年月度(6月)日均的46.4%。内地访港整周单日峰值9万人次，全球访客整周单日峰值(除内地外)达2.2万人次。

图5：近一周内地/全球访港人数环比-6%/-4.4%



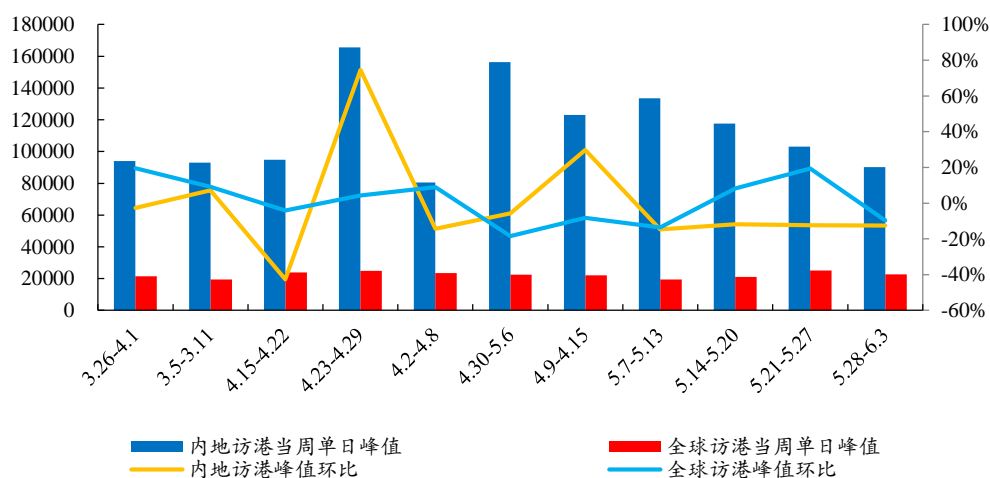
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图6：近一周内地/全球访港人数恢复至2019年的48.3%/46.4%



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图7：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比-12.6%/-9.7%



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

2、免税：4月韩国免税销售额同环比下降，购物人次增长

根据 KDFA 公布数据：

销售额：2023 年 4 月，韩国免税销售额 8.89 亿美元，同比-20.65%，连续第 13 个月同比下降，环比-5.01%，恢复至 2019 年同期 50.87%。其中：

(1) 国内游客销售额 1.59 亿美元，同比+79.38%，自 2021 年 3 月以来持续同比提升，占比从 4.7%提升至 17.8%，环比-42.57%。

(2) 国外游客销售额 7.31 亿美元，同比-29.22%，同比持续下降，占比 82.16%，环比+26.41%。2020-2022 年国外游客销售额占比长期保持在 90-95%，2023 年占比有所下降。

购物人次：2023 年 4 月，韩国免税购物人次 163.56 万人，同比+112.86%，自 2021 年 9 月以来持续同比提升，环比+11.2%，恢复至 2019 年同期 39.76%。其中：

(1) 国内游客购物人次 119.62 万人，同比+70.12%，环比-40.41%，占比 73.12%，恢复至 2019 年同期 50.15%。

(2) 国外游客购物人次 43.95 万人，同比+573%，环比+7.88%，占比 26.87%，恢复至 2019 年同期 25.42%。

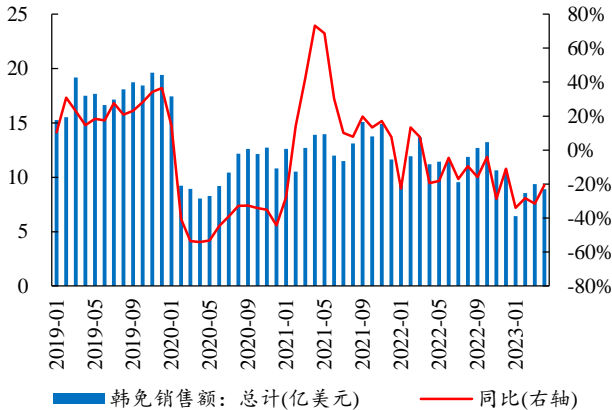
国内游客和国外游客购物人次均保持持续恢复态势，带动总购物人次持续恢复，国内游客恢复较快。

客单价：2023 年 4 月，韩国免税客单价 543.83 美元，同比-62.72%，环比-14.58%，较 2019 年同期增长 27.94%，较 2021 年高点（2021 年 1 月 3663 美元）下降 85%。

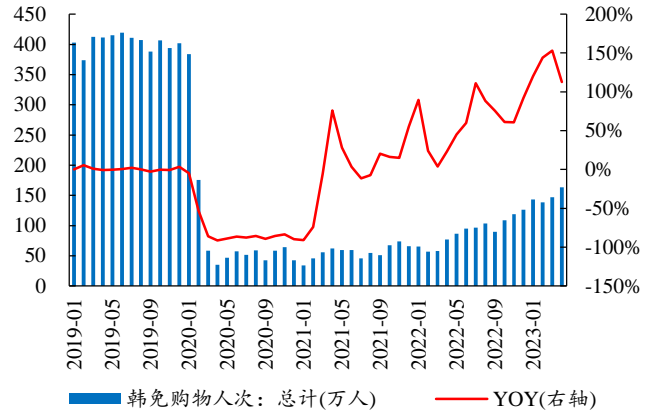
(1) 国内游客客单价 132.64 美元，同比+5.44%，环比+2.25%，较为稳定。

(2) 国外游客客单价 1663.06 美元，同比-89.49%，环比-33.45%，持续下降。

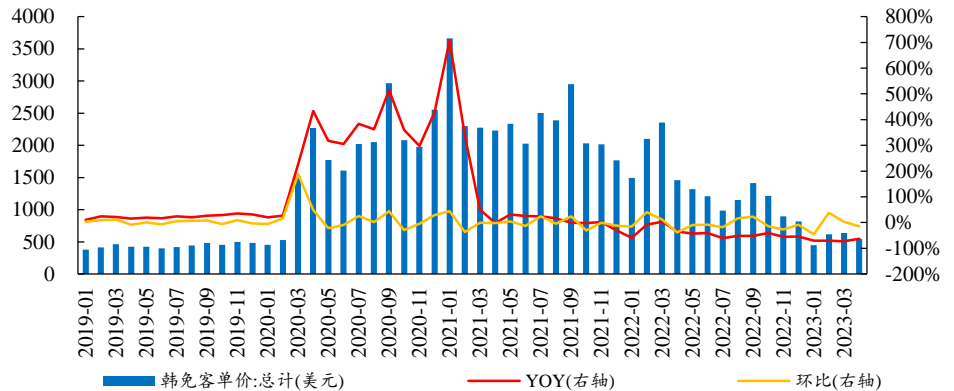
整体来看，韩免销售额依然处于下行区间，或因中国游客减少导致，一是韩国入境政策在疫情管控方面依然趋严，二是韩国不在 60 个出境游试点国家名单之列，导致韩国对中国游客吸引力有所降低。根据韩国国土交通部，2023 年 1-4 月韩中往返航线客运量 73 万人次，仅为 2019 年同期的 12.9%，而同期日本、越南、泰国、菲律宾航线客运量已恢复至 2019 年同期 71.8%、82.2%、82.9%、71.4%。

图8：2023年4月韩国免税销售额同比下降


数据来源：KDFA、开源证券研究所

图9：2023年4月韩国免税购物人次持续增长


数据来源：KDFA、开源证券研究所

图10：2023年4月韩国免税客单价同环比继续下降


数据来源：KDFA、开源证券研究所

3、餐饮：海伦司开放合伙人模式，乐乐茶收购落地

3.1、海伦司全面放开加盟，新模式按毛利分成

海伦司全面开放合伙，推出三种店型及梯级分成模式。2022年海伦司已启动“事业合伙人计划”，但全国只限量开放29席。经过一年的模式打磨，“嗨啤合伙人计划”模式更加完备、面向范围更广，开放范围包括中国大陆、中国香港、越南、新加坡、日本、泰国、马来西亚等地区。

合伙店型分三种，分别是80-120 m²的精品店、180-200 m²的优品店、240-260 m²的臻品店，适合各层级城市和大部分商业场景。未来海伦司还会适时开放80 m²以下以及300 m²以上的店型。180-200 m²的优品店合伙人前期投资约在100万元。

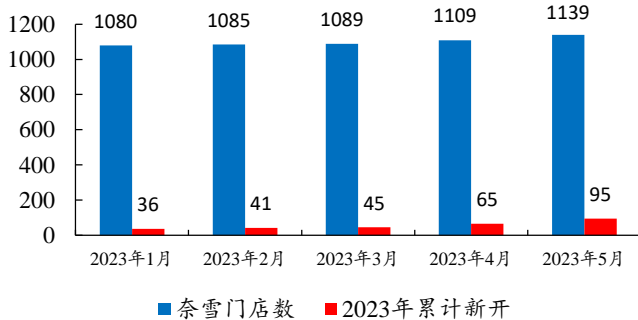
分成模式与瑞幸类似。以面积为180-200平方米的优品店店型为例：月毛利在6万以下，海伦司不抽成；月毛利6-10万部分，总部可能抽取10%抽成；10-15万部分，则抽取25%；超过15万部分，则抽取40%。收益分成模式既保证合伙人收益，也促使总部努力提升经营效率。

3.2、奈雪收购乐乐茶落地，5月RTD业务实现微利

收购落地，双方合作有望加深。6月2日，奈雪投资乐乐茶的交易对价已全额支付，完成交割。根据窄门餐眼，截至目前乐乐茶2023年合计新开21家店，平均每个月4家。喜茶2023年新开超过430家，平均每个月新开近80家。奈雪和乐乐茶就加盟业务保持密切交流，乐乐茶现在以加密华东市场为主，辅之向华东以外的城市开放加盟，逐步去跑通整个加盟业务流程，也为奈雪的茶和台盖两大品牌提供相关经验的参考和借鉴。

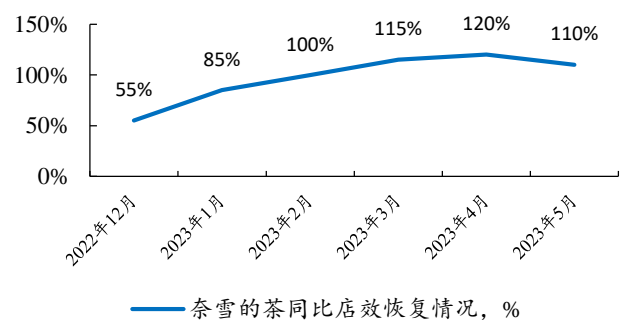
奈雪5月同店收入较4月基本持平，RTD于4月首次取得微利。截止5月底，奈雪共有门店1139家，2023年累计新增95家。5月平均店效同比恢复至110%，订单量恢复至110%，客单价30.1，同比基本持平。公司5月盈利能力继续维持较好水平，4月瓶装业务首次取得微利。六一与海绵宝宝的联名饮料获强烈关注，新品当日销售额占比超过20%。

图11：截止5月底奈雪新开门店数为95



数据来源：奈雪投资者关系月度通讯公告、开源证券研究所

图12：2023年5月奈雪平均店效同比恢复至110%

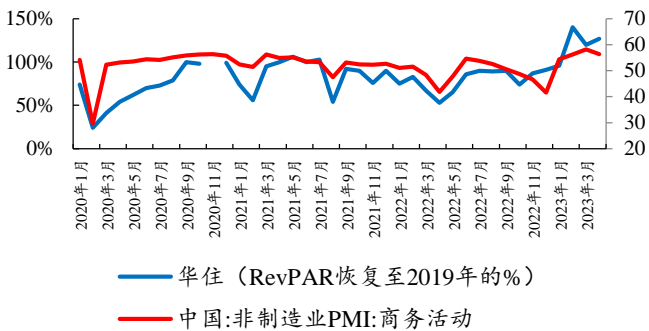


数据来源：奈雪投资者关系月度通讯公告、开源证券研究所

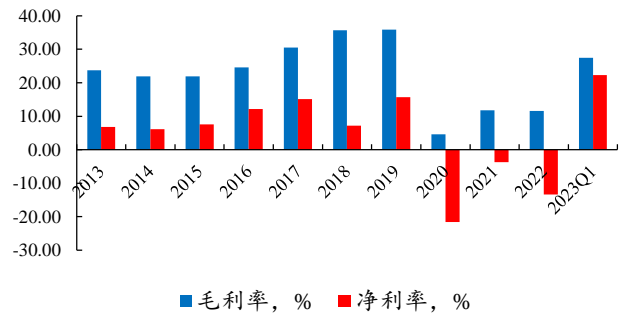
4、酒店：华住公布一季报，营收与净利均超疫情前水平

酒店业务复苏至疫情前水平，受ADR驱动明显。华住集团一季度收入45亿元，同比增长67.1%，高于集团此前指引，表现超过疫情前水平；经调整EBITDA为17亿元，相比2022年一季度的负3.33亿元，实现扭亏为盈。ADR驱动业绩增长的趋势较为明显，一季度RevPAR达到210元，同比增长58.3%，环比增长32%，恢复至2019年水平的118%。

品牌升级提速，坚定发展中高端酒店以及下沉市场。截至一季度，华住全球范围的在营酒店网络共有8592家酒店，包括DH的128家酒店；华住一季度中国关店209家，而2021年同期的关店数为140家，关店的原因主要是淘汰了低质量酒店，包括部分汉庭1.0门店，以及2022年四季度受疫情影响，部分酒店协议流程未能走完，延迟到2023年关闭。第一季度内华住中国达成签约项目672个，储备门店达2304家；新开业门店262家，且中高端酒店占比提升。

图13：2023年4月华住RevPAR恢复至2019年的127%


数据来源：华住公司公告、中国物流与采购联合会、开源证券研究所

图14：2023Q1 华住实现毛利率27%，净利率22%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、会展：米奥会展波兰展收官成交量喜人，德国展接续继续创造新篇章

(1) 印尼展：5月24日-5月26日，来自浙江、广东、江苏等11省30余地共计850家企业参展的中国（印尼）贸易博览会在印尼雅加达隆重举行，总展位达到1004个，展示面积超过20000平方米。众多买家和观众总计到展人数27813人。其中，到场提单买家6920，占比25%，现场共计斩获成交额（含意向）26.11亿美元。

(2) 波兰展：5月31日-6月2日，中国（波兰）贸易博览会展会在波兰华沙PTAK展览中心盛大举行，本届展会全面恢复实体参展方式，现场92.27%的展商获得有效商洽，其中家居、家装、汽摩配等行业更是达到了100%的商洽覆盖。全国共有8个省、31个地市参与，共计展位数550个，企业数350家，展会共计10000平方米的展示面积。

(3) 德国展：2023年6月5日—6月7日中国（德国）贸易博览会将在埃森展览中心正式开展。

中国已连续7年成为德国最重要的贸易伙伴，据德国联邦统计局2月8日公布的数字，2022年德国和中国的商品贸易额约为2980亿欧元（约合3200亿美元），相较2021年增长了21%。在此背景下，即将于6月5日—6月7日在埃森展览中心由米奥兰特主办的2023年中国（德国）贸易博览会是中国企业进入德国市场的一个全新机会。展会包含9大专业展，包括纺织服装展、工业机械展、家用电器展、家居礼品展、建材五金展、电力及新能源展、食品机械展、消费电子展及汽车摩托车零配件展，这将为中国企业开拓德国市场提供窗口，米奥会展境外自办展持续推进。

6、美丽：爱美客旗下"注射用A型"肉毒素已完成III期临床试验

2023年5月25日，爱美客（300896.SZ）在投资者互动平台表示，公司“注射用A型肉毒素”已经完成III期临床试验，目前正在整理注册申报阶段，何时取得产品注册证书请关注公司后续进展公告的披露。

爱美客已成功实现基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、基于聚乳酸的皮肤填充剂以及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，同时正在开展重组蛋白和多肽等生物医药的开发。

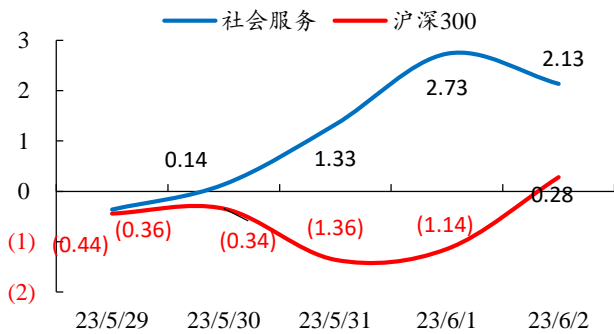
截至目前，爱美客合计拥有 7 张 III 类医疗器械注册证，其中，2 款为基于透明质酸钠溶液的注射产品（嗨体、逸美），5 款为基于透明质酸钠凝胶的注射产品（逸美、宝尼达、爱芙莱、逸美一加一、濡白天使）和 1 款 PPDO 面部埋植线产品（紧恋）；同时，爱美客在研产品主要包括：A 型肉毒毒素、第二代面部埋植线、利拉鲁肽注射液、去氧胆酸注射液等。持此之外，爱美客在年报中披露，其在研项目中，第二代理植线、医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶、医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶、注射用 A 型肉毒毒素和利多卡因丁卡因乳膏目前处于临床试验阶段；注射用透明质酸酶、司美格鲁肽注射液和去氧胆酸注射液处于临床前在研阶段；利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验。

7、行业行情回顾：本周社服板块跑赢大盘

7.1、行业跟踪：本周社服板块持续波动

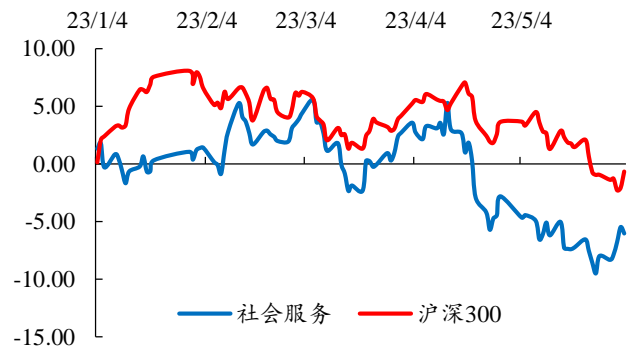
本周（5.29-6.2）社会服务指数 2.13%，跑赢沪深 300 指数 1.85pct，在 31 个一级行业中排名第 9；2023 年初至今社会服务行业指数-6.04%，低于沪深 300 指数的 -0.67%，在 31 个一级行业中排名第 23。

图15：本周（5.29-6.2）社服板块跑赢沪深300（%）



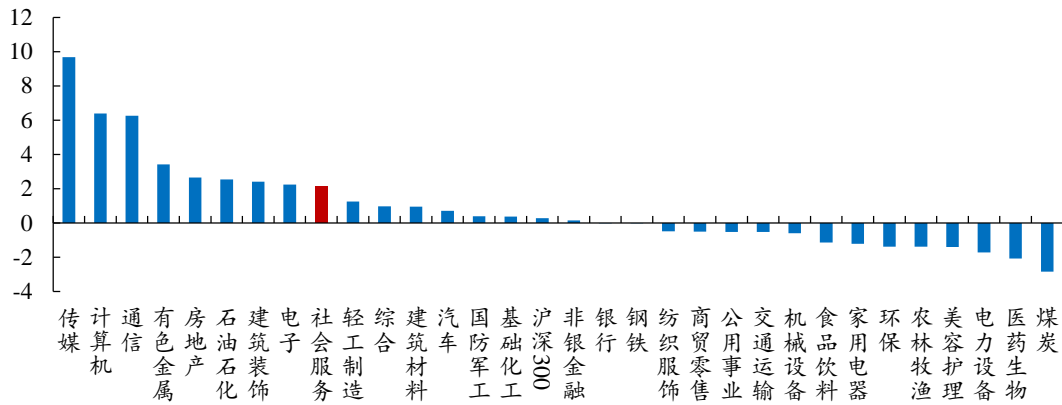
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年初至今社服板块走势弱于沪深300（%）



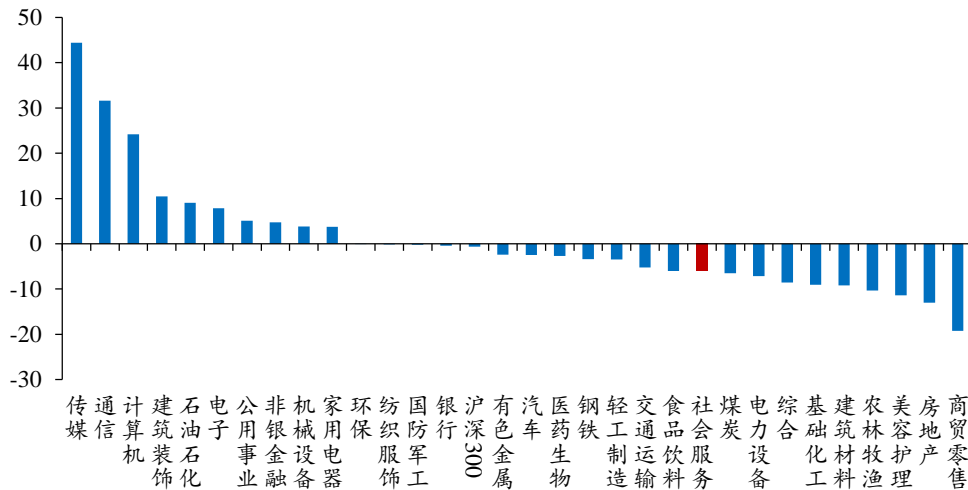
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 本周 (5.29-6.2) 社会服务在一级行业排名 9 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2023年初至今社会服务在一级行业排名第 23 (%)

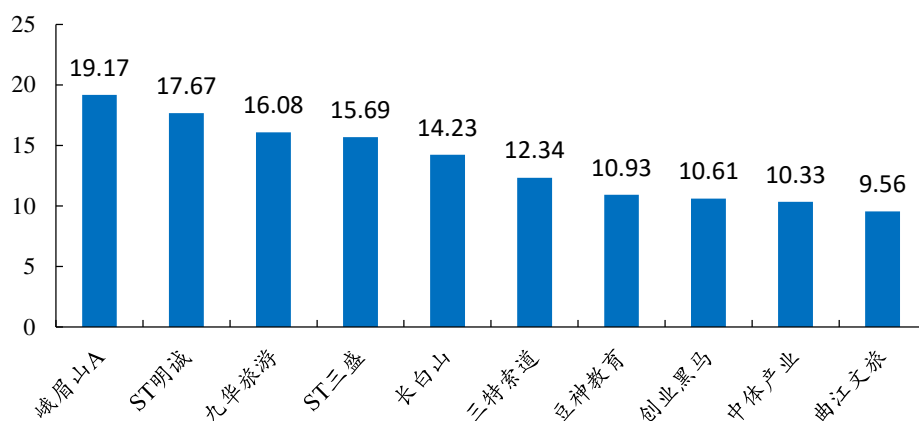


数据来源: Wind、开源证券研究所

7.2、社服标的表现: 本周 (5.29-6.2) 景区类上涨排名靠前

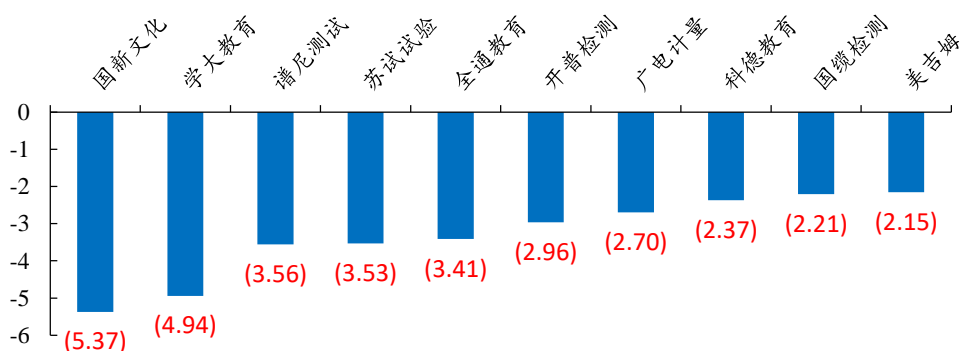
本周 (5.29-6.2) 涨幅前十名以景区类为主, 涨幅前三名分别为峨眉山 A、ST 明诚、九华旅游, 跌幅前三名分别为国新文化、学大教育、谱尼测试。净流入额前三名分别为峨眉山 A、中体产业、九华旅游, 净流入额后三名为中公教育、国新文化、科德教育。

图19：本周（5.29-6.2）峨眉山A、ST明诚、九华旅游领涨（%）



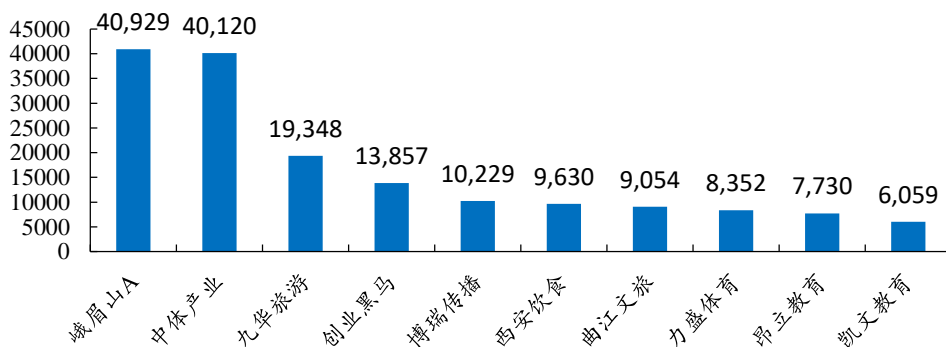
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：本周（5.29-6.2）国新文化、学大教育、谱尼测试跌幅较大（%）

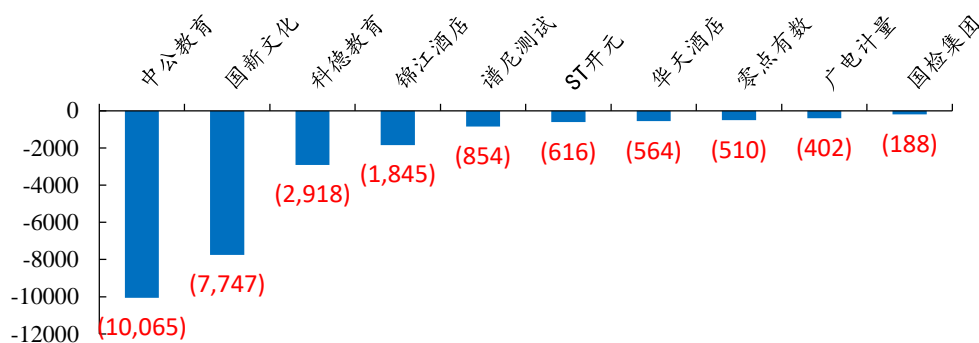


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本周（5.29-6.2）峨眉山A、中体产业、九华旅游净流入额较大（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：本周（5.29-6.2）中公教育、国新文化、科德教育净流出额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利预测与估值

代码	公司名称	2023年6月2日			EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
601888.SH	中国中免	122.81	4.96	6.84	8.53	24.76	17.96	14.40	未评级		
2150.HK	奈雪的茶	6.27	0.17	0.36	0.53	36.90	17.56	11.82	未评级		
9869.HK	海伦司	8.05	0.18	0.29	0.37	46.00	27.42	21.75	买入		
9922.HK	九毛九	14.30	0.36	0.57	0.92	39.21	25.30	15.56	买入		
001308.SZ	康冠科技	28.21	3.11	4.02	5.12	9.07	7.02	5.51	买入		
688028.SH	沃尔德	21.78	0.72	0.92	1.08	30.30	23.56	20.14	未评级		
688363.SH	华熙生物	91.41	2.59	3.32	4.11	35.31	27.54	22.21	买入		
300896.SZ	爱美客	456.22	8.21	11.12	14.68	55.57	41.02	31.07	买入		
603605.SH	珀莱雅	119.50	3.43	4.29	5.73	34.86	27.85	20.85	买入		
300957.SZ	贝泰妮	93.99	3.21	4.13	5.39	29.30	22.76	17.45	买入		
600754.SH	锦江酒店	46.24	1.46	2.12	2.58	31.72	21.83	17.92	买入		
600258.SH	首旅酒店	20.18	0.74	1.04	1.25	27.30	19.33	16.15	未评级		
600916.SH	中国黄金	12.14	0.59	0.71	0.83	20.42	17.01	14.70	买入		
300795.SZ	米奥会展	36.74	1.69	2.38	3.18	21.70	15.46	11.54	买入		
300662.SZ	科锐国际	34.82	1.82	2.38	3.02	19.12	14.65	11.55	未评级		
600861.SH	北京人力	23.20	1.24	1.48	1.72	18.64	15.63	13.48	未评级		
600662.SH	外服控股	5.99	0.28	0.32	0.37	21.61	18.78	16.20	未评级		
605300.SH	佳禾食品	20.22	0.63	0.89	1.13	32.16	22.78	17.89	买入		
603081.SH	大丰实业	16.56	1.13	1.49	1.80	14.72	11.13	9.21	买入		
603059.SH	倍加洁	21.63	1.32	1.64	1.92	16.39	13.21	11.27	未评级		

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、中国黄金、米奥会展、佳禾食品、大丰实业为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期（2023年6月2日港币兑人民币收盘价为0.9036）

8、风险提示

疫情反复、项目落地不及预期，零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn