

社服新消费行业周观察

喜茶的 2020: 灵感永驻、开疆拓土
增持 (维持)

2021 年 02 月 07 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

投资要点

■ 本周专题: 新式茶饮观察系列 2 之喜茶的 2020, 灵感永驻、开疆拓土

➤ 喜茶: 源于“奇思妙想”灵感的新茶饮开创者

将咸芝士与天然茶香融合的“奇思妙想”是喜茶的原创, 2012 年起源于江门市的小巷, 至今 8 年已覆盖到全球 61 个城市并开出 695 家门店。喜茶主力店单店面积约 80-120 平方米, 是一二线城市布局的主要店型。2018 年创造性地推出约 50 平的 Go 店模型, 大幅提升单店坪效, 形成了高效的“旗舰大店打出品牌, 灵活 Go 店增强覆盖”的城市开拓模式。目前, 喜茶门店集中于高线城市, 占比近 95%; 其中, 华南密度最高。

➤ 秉承“灵感之茶”持续迭代, 深耕供应链上游建立行业标准

领先的研发和品质保障“灵感永驻”, 喜茶自建综合实验室, 研发团队约 20 人。2020 年平均每 1.2 周就会推出 1 个新品; 同时喜茶保持着对经典产品的优化和打磨, 以优秀产品力提高消费者粘性。

喜茶深耕供应链上游, 17 年自建 500 亩有机茶园, 并在 20 年 5 月取得有机产品认证证书; 其自研草莓品种有望于 21 年上市。喜茶通过不断强化供应链优势, 推动标准化和规模化, 打造柔性、敏捷的供应链能力。

➤ 打造新茶饮数字化标杆, 消费偏好健康化趋势明显

小程序点单引领者, 数字化提升运营效率。17 年喜茶供应链即开始进入数字化管理时代, 通过 ERP 系统, 实现全流程的标准化作业, 运营效率大幅提升。18 年小程序“喜茶 GO”上线, 聚集了大量用户; 疫情下, 线上消费习惯进一步巩固, 约 81% 的消费者选择线上下单。目前小程序会员已超过 3,500 万, 新增 1,300 万。同时从消费者偏好上, 下午茶是最大消费场景, 少糖、零卡糖等健康化偏好也显著提升。

➤ 品牌势能驱动业态创新, 多元覆盖新茶饮生态

20 年 4 月, 针对 20 元以下价格带的子品牌“喜小茶”正式推出, 定位“好喝不贵、用料合格”, 延续喜茶门店的创意感; 不同于喜茶的直营, 喜小茶饮料厂将开放加盟。截至 20 年末, 喜小茶已经在深圳、广州等 6 个城市开出 18 家门店; 其中, 单店最高月销可达 61 万。

20 年内喜茶天猫、京东旗舰店齐齐上线, 并大力拓展零售产品线, 包括“喜小瓶”气泡水、袋装茶包等。20 年双十一首秀, 期间 GMV 突破千万; 喜小瓶气泡水销量超 4 万箱 50 万瓶, 在网红气泡水中排名前三。

■ 本周观点: 关注春节和宅经济下的消费需求

春节渐近, 为了应对春运人员流动和冬季以来的多地疫情反复, 各地防控力度相应加强, “就地过年”成 2021 年春节主旋律, 或一定程度上利好“宅经济”、城市餐饮消费及周边游。而餐饮、酒店等龙头在疫情中沉淀发力、逆势扩张的能力已在 2020 年得到验证, 长期竞争优势显著, 股价如遇疫情承压, 则具备布局价值。中长期而言, 疫后顺周期和服务消费成长仍是 2021 主旋律, 亦是十四五规划消费内循环核心

建议关注: 疫后龙头逆势扩张的餐饮, 中长期持续推荐海底捞、颐海国际、九毛九; 境外消费回流叠加机场免税业态盈利能力有望提升, 推荐中国中免; 行业高景气叠加国产替代的美妆, 推荐珀莱雅、爱美客、华熙生物; 顺周期叠加服务消费成长的文旅和酒店等板块; 行业渗透率提升空间广阔的电子烟, 龙头业绩有望持续超预期。

■ 风险提示: 宏观经济波动; 疫情反复风险; 行业竞争加剧等风险。

行业走势



相关研究

- 1、《社服新消费行业周观察: 第三空间打造者: 新式茶饮奈雪的茶 vs 现制咖啡星巴克》2021-02-01
- 2、《新消费与机场快递月度跟踪: 餐饮增速再回正, 疫情反复中, 关注“就地过年”下的服务消费变化》2021-01-28
- 3、《社服新消费行业周观察: 预制菜专题: 打破餐食边际, 疫后新浪涌现》2021-01-24

内容目录

1. 本周专题：喜茶的 2020，灵感永驻、开疆拓土	4
1.1. 喜茶：源于“奇思妙想”灵感的新茶饮开创者	4
1.2. 规模稳健而快速增长，华南喜茶指数最高	4
1.3. 秉承“灵感之茶”持续迭代，深耕供应链上游建立行业标准	6
1.4. 打造新茶饮数字化标杆，消费偏好健康化趋势明显	7
1.5. 品牌势能驱动业态创新，多元覆盖新茶饮生态	8
1.6. 投资建议	10
1.7. 风险提示	10
2. 本周观点：关注春节和宅经济下的消费需求	11
3. 本周动态：中免与上机新协议落地，拆解新框架下的机场租金	13
4. 板块涨跌回顾	17
5. 港股通热门标的追踪	19
6. 上市公司重要公告	21
7. 近期公司股东大会及解禁提醒	25
8. 风险提示	25

图表目录

图 1: 喜茶发展历程.....	4
图 2: 喜茶 2020 年门店数量 (家)	5
图 3: 喜茶门店覆盖城市.....	5
图 4: 21 年 2 月 6 日喜茶官网门店城市层级分布 (家)	5
图 5: 2020 年喜茶指数排名.....	5
图 6: 喜茶 2020 年最受欢迎产品 Top 5	6
图 7: 喜茶 2020 年最受欢迎新品.....	6
图 8: 喜茶 2020 年鲜果消耗量.....	7
图 9: 喜茶自建有机茶园.....	7
图 10: 喜茶 2020 年在线下单人数占比.....	7
图 11: 喜茶 2020 年线上订单配送方式占比.....	7
图 12: 喜茶 2020 年不同甜度订单占比.....	8
图 13: 喜茶 2020 年零卡糖订单占比.....	8
图 14: 喜小茶饮料厂门店.....	9
图 15: 喜小茶饮料厂菜单.....	9
图 16: 喜小瓶气泡水.....	10
图 17: 喜茶天猫、京东旗舰店 2020 年表现.....	10
图 18: 浦东机场免税店补充协议租金收取方式.....	13
图 19: 本周市场涨跌幅.....	17
图 20: 板块单周涨跌幅前十的股票.....	17
图 21: 板块单月涨跌幅前十的股票.....	18
图 22: 板块年度涨跌幅前十的股票.....	18
图 23: 海底捞港股通持股比例与股价变化.....	19
图 24: 颐海国际港股通持股比例变化.....	19
图 25: 九毛九港股通持股比例与股价变化.....	19
图 26: 呷哺呷哺港股通持股比例变化.....	19
图 27: 农夫山泉港股通持股比例与股价变化.....	20
图 28: 思摩尔国际港股通持股比例变化.....	20
图 29: 美团-W 港股通持股比例变化	20
表 1: 2021 年租金测算.....	14
表 2: 2022 年租金测算.....	14
表 3: 2023 年租金测算.....	15
表 4: 2024 年租金测算.....	15
表 5: 2025 年租金测算.....	16
表 6: 近期股东大会.....	25
表 7: 解禁提醒.....	25
表 8: 公司估值表 (基于 2021 年 2 月 5 日收盘价)	26

1. 本周专题：喜茶的 2020，灵感永驻、开疆拓土

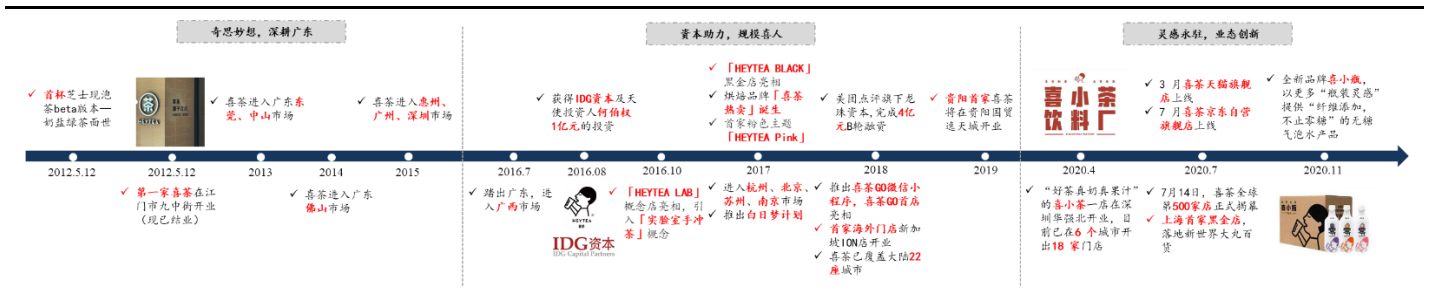
20 年 3 月，高瓴和 Coatue（蔻图资本）联合领投新茶饮龙头之一的喜茶，投后估值将超 160 亿元。10 个月后，据腾讯网报道，喜茶最新一轮融资估值将超 250 亿元。日前喜茶发布 2020 年年度报告，详细解析了喜茶的扩张、用户画像、供应链和未来的延展。

1.1. 喜茶：源于“奇思妙想”灵感的新茶饮开创者

喜茶是芝士现泡茶的原创者。2012 年，喜茶 HEYTEA 起源于广东江门一条名叫江边里的小巷，原名皇茶 ROYALTEA，后由于无法注册商标，故全面升级为注册品牌喜茶 HEYTEA。

将咸芝士与天然茶香融合的“奇思妙想”是喜茶的原创，2013 年至 2015 年，喜茶深耕广东市场，陆续进入东莞、中山、佛山、惠州、广州、深圳等市场。2016 年 8 月，喜茶获得 IDG 资本及天使投资人何伯权 1 亿元的投资，开启规模扩张之路。至 2019 年先后进入广西、上海、杭州、北京、苏州、南京等市场，在新加坡开设了海外首店，并且不断的汲取各种灵感，推出了喜茶实验室、黑金店、粉色主题店等。2020 年喜茶借力品牌势能，继续发挥“奇思妙想”的灵感，开启业态创新，分别推出针对 20 元以下价格带的“喜小茶”品牌和无糖气泡水产品“喜小瓶”品牌，并迅速成长。喜小茶已覆盖 6 个城市的 18 家门店，而喜小瓶双十一期间也斩获 4 万箱 50 万瓶的销量，在网红气泡水中名列 Top3。喜茶秉承“灵感之茶”理念，业态或将持续创新不断激发全新增长势能。

图 1：喜茶发展历程



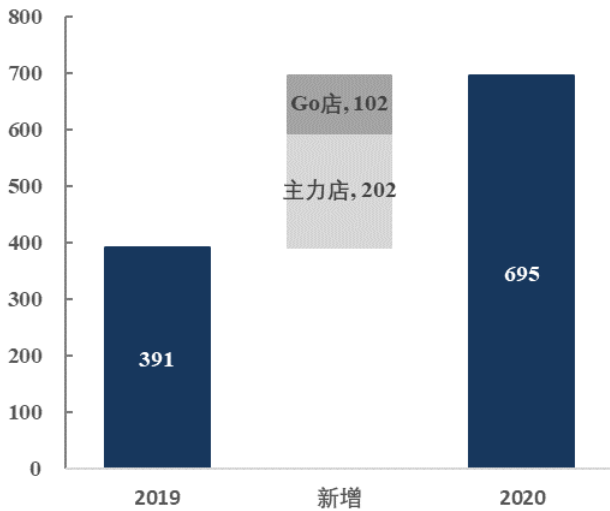
数据来源：喜茶官网，东吴证券研究所

1.2. 规模稳健而快速增长，华南喜茶指数最高

喜茶主力店和 GO 店双店型扩张。喜茶的主力店单店面积约 80-120 平方米，是一二线城市布局的主要店型。2018 年，喜茶创造性地推出面积大约 50 平方米的 Go 店模型，针对白领上班族，主要开业在工作区域。Go 店配合小程序使用，大大增加了喜茶门店的选址灵活性，扩大了触达消费者的场景，同时减轻了门店投入压力，使单店的坪效大幅提升，形成了高效的“旗舰大店打出品牌，灵活 Go 店增强覆盖”的城市开拓模式，助力快速展店。

截至 2020 年 12 月 31 日，喜茶已经在全球 61 个城市开出 695 家门店。其中，主力店新增加 202 家、Go 店新增 102 家。2020 年喜茶覆盖城市进一步扩大，新进入 18 个城市。目前国内仅青海、黑龙江、吉林等少数省市仍未被喜茶覆盖。

图 2: 喜茶 2020 年门店数量 (家)



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

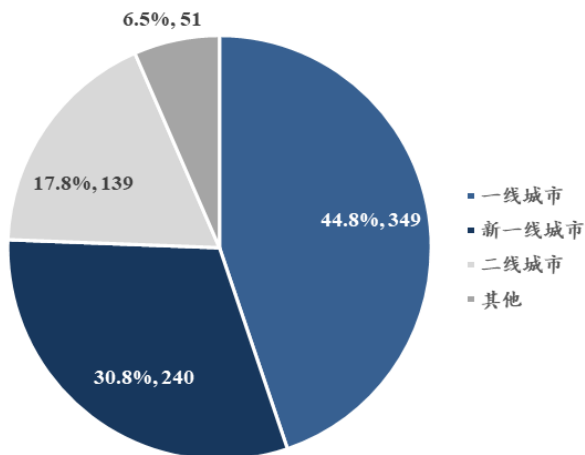
图 3: 喜茶门店覆盖城市



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

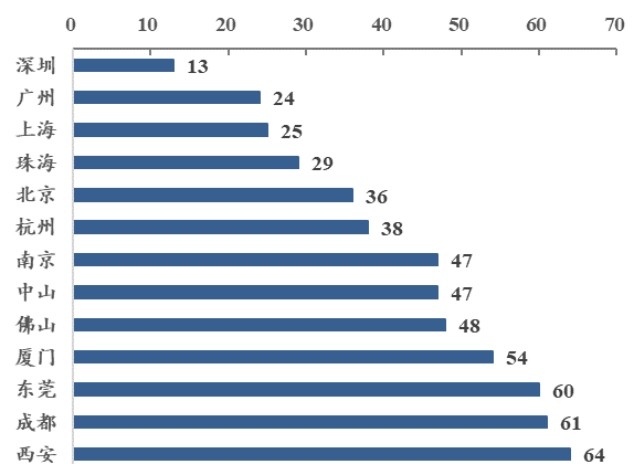
喜茶门店集中于高线城市，华南密度最高。根据喜茶官网门店列示，截至 21 年 2 月 6 日，全球共有 779 家门店，其中北上广深合计共 349 家，占比 44.8%；杭州、成都、重庆、武汉等新一线城市共 240 家，占比 30.8%；昆明、宁波、无锡等二线城市共 149 家，占比 19.1%。高线城市合计占比接近 95%。而根据喜茶在城市的门店密度指标喜茶指数（即城市人口数量/喜茶门店数量），深圳、广州、珠海分别每 13 万人、24 万人、29 万人即拥有拥有一家喜茶，排名前列。而上海、北京、杭州等高线城市则分别每 25、36、38 万人拥有一家喜茶。

图 4: 21 年 2 月 6 日喜茶官网门店城市层级分布 (家)



数据来源: 喜茶官网, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年喜茶指数排名



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

1.3. 秉承“灵感之茶”持续迭代，深耕供应链上游建立行业标准

始终保持领先的研发和品质。喜茶的成功与持续创新研发是分不开的。喜茶建立了自己的综合实验室，研发团队约 20 人。根据喜茶 2020 年度报告，喜茶平均每 1.2 周就会推出一款新品；与我们对喜茶微信公众号的新品发布推文统计相接近。根据推文，2020 年喜茶共推出 24 款新品，平均每个月推出两款。同时，喜茶会根据年轻消费者的消费需求，改良烘焙工艺和拼配方式，保持着对经典产品的优化和打磨。喜茶正在以创新和品控，不断吸引新客户，并提高用户粘性。

图 6: 喜茶 2020 年最受欢迎产品 Top 5



数据来源：喜茶 2020 年度报告，东吴证券研究所

图 7: 喜茶 2020 年最受欢迎新品



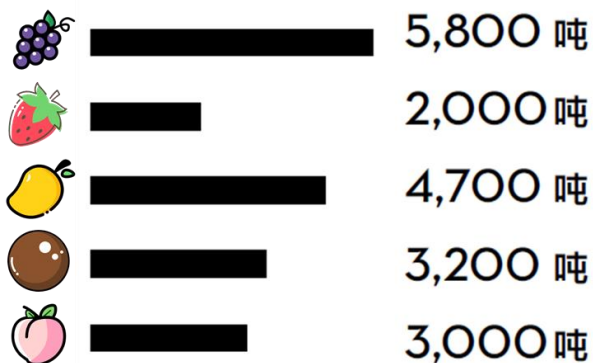
数据来源：喜茶 2020 年度报告，东吴证券研究所

深入供应链上游，自建茶园建立行业标准。新式茶饮的供应链上游涉及茶叶种植和加工，均比较分散；而茶叶的标准化程度又低于咖啡豆，存在严重的信息不对称。同时，鲜果价格存在季节性波动，均给新式茶饮企业带来挑战。2020 年以鲜果为例，喜茶全年共消耗了葡萄超 5,800 吨、草莓近 2,000 吨、芒果超 4,700 吨、椰子超 3,200 吨、桃子近 3,000 吨；为上游农户创收超 7.5 亿元。在这么大的消耗体量下，喜茶不断强化自己的供应链优势，推动供应链向标准化、规模化发展，打造更柔性、更敏捷的供应链能力。

喜茶减持只用原叶茶制作茶饮，而为了保障出品稳定性，公司 2017 年在贵州梵净山自建 500 亩有机茶园，特邀农业大学与专业研究机构参与选种和培育，并在三年后的 2020 年 5 月取得有机产品认证证书。另外，2020 年喜茶开始自研草莓品种，有望于 2021 年上市。

随着规模的增加，自有茶园不仅将强化自身的供应链能闯出，其规模效应也有望为喜茶的成本控制起到重要作用。

图 8: 喜茶 2020 年鲜果消耗量



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

图 9: 喜茶自建有机茶园



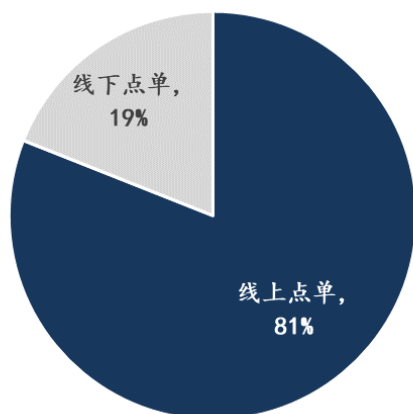
数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

1.4. 打造新茶饮数字化标杆, 消费偏好健康化趋势明显

小程序点单引领者, 数字化提升运营效率。2017 年, 喜茶供应链即开始进入数字化管理时代。在供应链后台建设上, 喜茶搭建了 ERP 系统, 从原料品控到采购、库存、配送管理, 全流程标准化作业, 提升效率, 数字化管理门店补货、合理采购、减少库存压力。2018 年, 喜茶小程序“喜茶 GO”上线。在新茶饮行业中, 喜茶是最早推出小程序以“消灭排队”的, 并配套推出了取茶柜以缓解柜台压力。以“喜茶 GO”小程序为载体, 喜茶聚集了大量级用户群。截至 20 年 12 月 31 日, 小程序会员已超过 3,500 万, 全年新增 1,300 万会员。

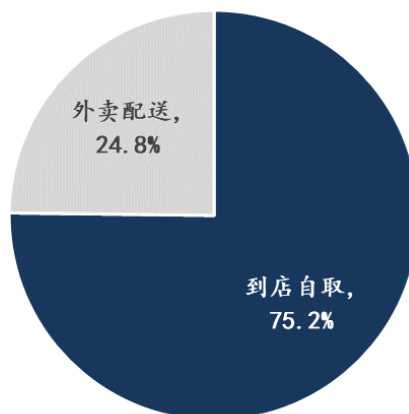
疫情下进一步巩固了消费者线上消费习惯。2020 年, 约 81%的消费者选择线上下单, 而 75.2%选择到店自取。喜茶通过小程序触达大量用户, 收集具有参考价值的消费场景和用户消费行为数据, 有助于其挖掘用户需求、打造圈层、提高消费者粘性, 助力品牌生态形成。此外, 喜茶还开发了自己的 OA 办公系统、点单收银系统、营销平台、会员体系、数据中台等系统, 实现企业管理数字化、数据协同, 提升工作管理效率。

图 10: 喜茶 2020 年在线下单人数占比



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

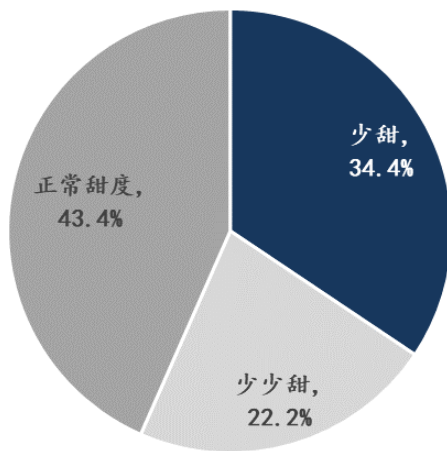
图 11: 喜茶 2020 年线上订单配送方式占比



数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

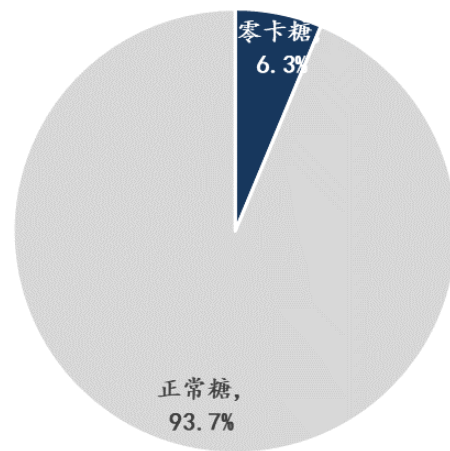
下午茶是最大消费场景，少糖、零卡糖等健康化偏好显著提升。喜茶的消费时段和特征显著，全天平均点单最高峰的时段为 14:00-16:00；全周来看，周末点单量明显高于工作日，而工作日中周四和周五是点单量的高峰。消费偏好来看，约有 56.6% 的消费者选择了更低甜度，其中少甜比例达到 34.4%，同比增加 6.1 pct；少少甜达到 22.2%，同比增加 3.0 pct。2018 年喜茶在新茶饮行业中第一个使用了零卡糖，2020 年零卡糖的订单占比达到 6.3%，同比增加 2.2 pct。消费者追求健康的趋势不断提高，喜茶也在相应的不断迭代自己的产品，提升消费者的满意度。

图 12: 喜茶 2020 年不同甜度订单占比



数据来源：喜茶 2020 年度报告，东吴证券研究所

图 13: 喜茶 2020 年零卡糖订单占比



数据来源：喜茶 2020 年度报告，东吴证券研究所

1.5. 品牌势能驱动业态创新，多元覆盖新茶饮生态

针对 20 元以下价格带的子品牌“喜小茶”主打“奶茶真奶真果汁”，助力下沉市场开发。2020 年 4 月，“喜小茶”正式推出，定位“好喝不贵、用料合格”，“在合格的标准上尽可能实惠”，杯单价 10-16 元，选址位于街边。门店设计延续了喜茶门店的创意感，和其他街头奶茶品牌在外观上形成差异。不同于喜茶直营，喜小茶饮料厂将开放加盟。

喜小茶是喜茶的下沉尝试，产品价格、定位和喜茶形成错层，并且从优势地区广东开始试点，产品类型、区域选择等都不与下沉市场强势品牌蜜雪冰城、古茗等重合，避免直面下沉市场的优势品牌。截至 2020 年 12 月 31 日，喜小茶已经在深圳、广州、东莞、中山、佛山和惠州这 6 个城市开出 18 家门店；其中，单店最高月销 61 万，卖出饮品超 5.5 万杯，流动摊位（类似快闪店）活动日均销量超 2,000 杯。目前仍然处于商业模式探索和打磨阶段。

图 14: 喜小茶饮料厂门店



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 15: 喜小茶饮料厂菜单



数据来源: 喜茶公众号, 东吴证券研究所

大力发展零售业务，多元化渠道打破服务半径。除茶饮产品之外，喜茶线下门店不断开发烘焙、盒装零食如爆米花等产品线。2020年3月，喜茶天猫旗舰店上线。目前，除实体预付消费卡，线上旗舰店的零售产品包括：“喜小瓶”气泡水、袋装茶包、与线下茶饮同口味的雪糕与蛋糕、盒装坚果、爆米花、薯条、饼干，茶饮周边产品如茶杯、帆布袋、钥匙扣等。2020年7月喜茶京东自营旗舰店上线。整个20年喜茶天猫期间店新增粉丝约62万人，共卖出喜小瓶约140万瓶、一周茶礼盒超250万盒、冰棒近8万根以及近4万个吸管杯；而京东上喜小瓶自10月上架以来共售出超过50万瓶、喜茶冰棒近10万支。

其中，“喜小瓶”是喜茶于2020年7月推出的瓶装气泡水品牌，是喜茶以无糖气泡水为契机切入餐饮零售赛道的尝试。不仅在喜茶线上线下门店有售，更成功接入外部便利店渠道，在多个区域的线下便利店如全家、711便利店上架售卖，延展品牌与消费者的接触点。2020年，喜茶首秀双十一，活动期间GMV突破千万。期间，喜小瓶气泡水销量超4万箱50万瓶，在网红气泡水产品类排名Top3。

图 16: 喜小瓶气泡水

喜茶出品

喜小瓶

气泡水

瓶装灵感

喜小瓶诞生

0糖 0脂 0卡
纤维添加 不止零糖

0 SUGAR 0 FAT 0 CALORIE

产品信息

品名: 葡萄味无糖气泡水(汽水)
保质期: 9个月 净含量: 500ml
贮存条件: 置于阴凉干燥处, 禁止加热或0°C以下冷冻, 避免阳光直射及高温储存。开启后请及时饮用

营养成分表		
项目	每100ml	NRV%
能量	0kJ	0%
蛋白质	0g	0%
脂肪	0g	0%
碳水化合物	2.6g	1%
一糖	0g	0%
膳食纤维	1.5g	6%
钠	6mg	0%

数据来源: 喜茶京东自营旗舰店, 东吴证券研究所

图 17: 喜茶天猫、京东旗舰店 2020 年表现

2020 年, 喜茶天猫旗舰店新增粉丝数约 62 万人, 共卖出喜小瓶气泡水约 140 万瓶, 一周茶礼盒超 25 万盒, 冰棒近 8 万根以及近 4 万个吸管杯。

2020 年, 喜茶京东自营旗舰店也取得不俗表现, 喜小瓶气泡水自 10 月上架以来, 共售出超 50 万瓶, 喜茶冰棒售出近 10 万支。

数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

1.6. 投资建议

Z 时代渐成消费主力, 新消费市场不断涌现出全新的消费习惯和趋势。2012 年随着喜茶横空出世而快速发展的新式茶饮市场, 也已经有了近千亿的市场规模。目前国内茶饮的渗透率仍然较低, 行业空间广阔。疫情对供给侧的出清, 结合一级市场的资本助力也将进一步提升行业集中度, 催化行业龙头的成长。

“奇思妙想”下的“灵感之茶”喜茶作为行业开创者, 持续的创新迭代塑造优秀产品力支撑强劲的品牌势能, 实现稳健而快速的规模扩张; 同时, 喜茶深耕供应链上游、并引领行业数字化升级, 促进运营效率提升。而在主品牌之外, 喜茶还不断推进子品牌和零售业态的建设, 有望丰富品牌和产品矩阵, 建立多元化的茶饮文化生态, 储备长期成长动能。

同时我们建议关注 Z 时代引领下的其他新消费赛道龙头, 如珀莱雅、爱美客、泡泡玛特、名创优品等。

1.7. 风险提示

宏观经济波动风险; 行业竞争加剧风险; 食品安全风险; 原材料价格波动风险。

2. 本周观点：关注春节和宅经济下的消费需求

21 年春节渐近，为了应对春运大量的人员流动和冬季以来的多地疫情反复，各地防控力度也相应加强，纷纷号召“就地过年”。春节是传统的餐饮旅游市场旺季，严控措施或造成较大冲击。同时，若考虑严控措施下返乡人员减少，**就地过年或一定程度上利好“宅经济”、城市餐饮消费及周边游**。餐饮、酒店等龙头在疫情中沉淀发力、逆势扩张的能力已在 2020 年得到验证，长期竞争优势仍然显著，股价如遇疫情承压，则具备布局价值。

中长期而言，**疫后顺周期和服务消费成长**仍是 2021 主旋律，亦是十四五规划消费内循环核心。对比海外，我国服务消费占比仍有较大差距，提升空间广阔。同时，我国正值人均 GDP 从 1 万美元向 1.5 万美元提升的关键时期，城镇化、经济增长、消费结构等多因素将刺激服务消费需求显著提升。因此，重点关注服务消费板块。

板块观点：

餐饮：2020 年全年我国累计餐饮收入 3.95 万亿（-16.6%），基本符合预期。2021 年以来疫情局部反复影响叠加“就地过年”号召或对行业整体造成冲击，同时头部餐饮品牌扩张持续，有望承接人口流动结构改变带来的更多一二线城市春节聚餐消费需求；长期来看，伴随疫后餐饮连锁化、集中度双升趋势，餐饮龙头逆势扩张、加速开店将超预期，我们看好餐饮龙头后疫情时代业绩向上弹性，中长期坚定推荐**海底捞、九毛九**。

餐饮供应链和餐饮表现关联度高，12 月社零粮油食品同比增长 8.2%，增速环比 +0.5pct 稳定增长，我们看好餐饮工业化大趋势下的餐饮供应链机会，短期内宅经济标的或受益疫情反复，推荐**颐海国际、金龙鱼**，建议关注已过会的拟上市预制菜企业**味知香**。

12 月社零中饮料类同比增长 17.1%，继续保持快速成长。推荐饮用水龙头**农夫山泉**。

免税：中免和上海机场新租金落地，并减免了 20 年超过 70%的保底租金，随着疫苗推进和机场国际客流恢复，中免的机场免税业态也将有望大幅提升盈利能力。同时海南离岛免税 21 年 1 月实现销售金额 37.8 亿元（+143.6%），疫情反复不减亮眼表现；叠加财政部近日发布的“邮寄送达和返岛提取”等新政策，离岛免税有望继续高成长。

境外消费回流大趋势不变，适度竞争促进行业共荣；机场免税业态长期有望提升盈利能力。持续重点推荐**中国中免**，建议关注**王府井、海南发展、海汽集团、海航基础**等。

化妆品：据 1 月淘数据统计，天猫旗舰店口径下珀莱雅销售额同比增长 176.1%；贝泰妮旗下薇诺娜同比增长 103.9%；华熙生物旗下润百颜同比增长超 250%、夸迪同比增长超 260 倍；国货龙头在功能性护肤大潮下继续高增。坚定看好颜值经济时代下的国货美妆行业高景气，和国产替代的大趋势，推荐**珀莱雅、爱美客、华熙生物、青松股份、上海家化**，建议关注已过会拟上市企业**贝泰妮**。

酒店：受疫情冲击，单体酒店面临关店潮，而酒店龙头则在疫情下持续扩张，随着顺周期经济和需求侧改革下的服务消费成长，酒店疫后复苏可期推荐**锦江酒店**，建议关注**华住集团、首旅酒店**。

景区：临近春节，政府严控措施下，景区经营或再承压，但部分优质标的基本面依然稳健，具备布局价值。疫后顺周期复苏下建议关注**宋城演艺、天目湖、中青旅**。

电子烟：国内电子烟龙头品牌悦刻 2021 年 1 月末官方 APP 共 10,582 家专卖店，线下渠道触达持续提升，抢占消费者心智；悦刻的核心供应商思摩尔国际也将有望受益于国内电子烟市场的快速发展和龙头品牌高成长，继续实现稳健的业绩增长。电子烟行业渗透空间广阔，产业链龙头增长可期，建议关注**思摩尔国际、雾芯科技、华宝国际**等。

3. 本周动态：中免与上机新协议落地，拆解新框架下的机场租金

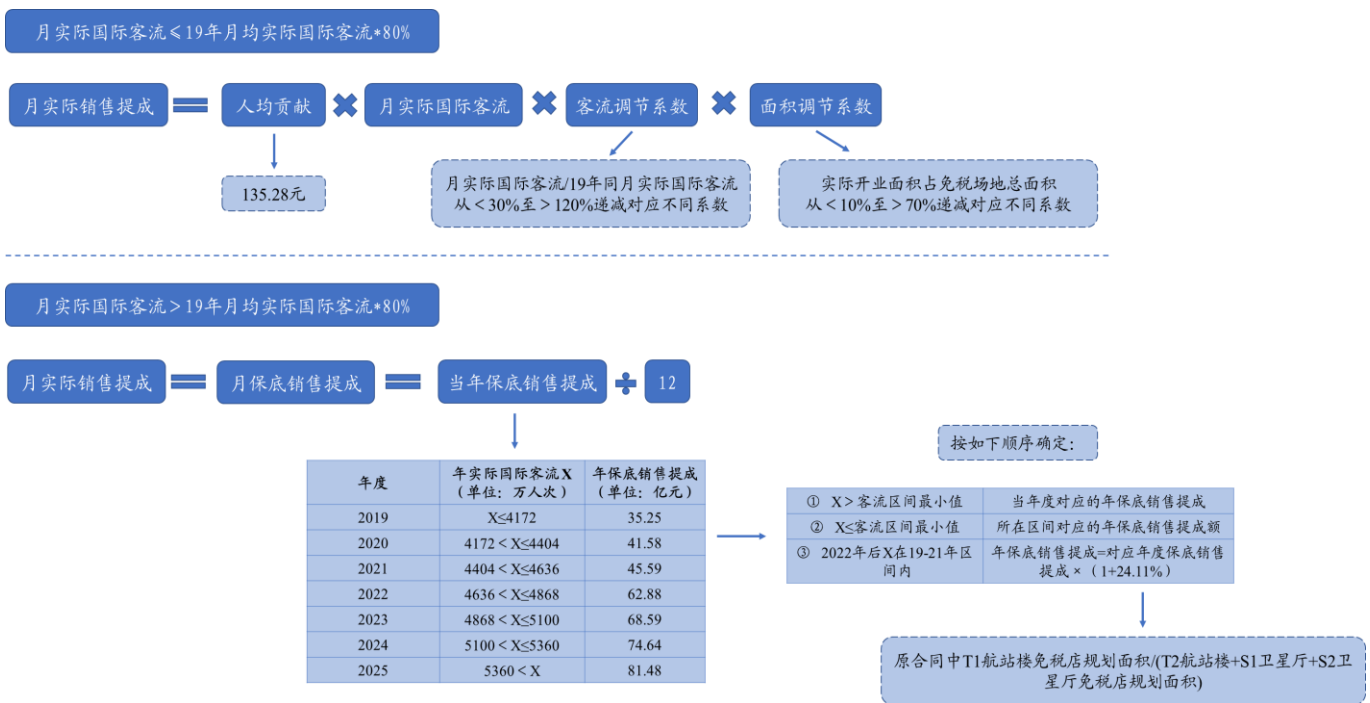
中国中免：深耕离岛驱动高增，上机租金优化提升盈利

中免发布 20 年度业绩快报。20 年实现营收 526.18 亿元 (+8.24%)，归母净利 61.17 亿元 (+32.07%)。Q4 单季实现营收 174.79 亿元 (+40.3%)，环比+10.42%；实现归母净利 29.53 亿元 (+608.28%)，环比+32.19%。

上机机协议谈判落地，租金同比下降近七成：浦东机场 2020 年全年国际旅客吞吐量同比下降 87.37%，上机免税店直面冲击。日上上海与上海机场协商后对原经营合同进行修订，2020 年度浦东机场免税店应付租金为 11.56 亿元，同比减少 73%。

新旧协议解读：保底下限转为保底封顶：原协议按照扣点与保底孰高计提。合同期内保底租金总计 410 亿元，实际销售提成按照综合扣点率 42.5% 计算。修订后以实际客流为计算依据，保底租金封顶。租金以月实际国际客流为划分依据，月实际国际客流小于 2019 年月均国际客流的 80% (256.76 万人次) 时，按照人均贡献 × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数的实际销售提成计提租金；月实际国际客流大于 2019 年月均国际客流的 80% 时，按照月保底销售提成计提租金。

图 18: 浦东机场免税店补充协议租金收取方式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

租金测算：新合同下租金节省几何。根据 20 年应付租金及新合同规定，我们预估不同客流区间对应的客流调节系数，进一步测算 21-25 年各情境下公司的应付租金，发

现补充协议的新租金计算方式将在合同期内为中免节省可观的销售费用。

表 1: 2021 年租金测算

实际客流/19 年客流	实际客流 (万人次)	客流调节系数	新租金 (亿元)	原租金-新租金 (亿元)
5%	192.57	2.59	6.76	38.83
15%	577.70	2.59	20.27	25.32
25%	962.84	2.59	33.78	11.81
35%	1347.98	1.59	29.06	16.53
45%	1733.11	1.47	34.53	11.06
55%	2118.25	1.35	38.74	6.85
65%	2503.38	1.23	41.69	3.90
80%	3081.09	1.05	43.75	1.84
80%-108%	3082-4172		35.25	10.34
108%-114%	4172-4404		41.58	4.01
114%-120%	4404-4636		45.59	0.00
120%以上	4636 以上		45.59	0.00

数据来源：中国中免公告，东吴证券研究所测算

表 2: 2022 年租金测算

实际客流/19 年客流	实际客流 (万人次)	客流调节系数	新租金 (亿元)	原租金-新租金 (亿元)
5%	192.57	2.59	6.76	56.12
15%	577.70	2.59	20.27	42.61
25%	962.84	2.59	33.78	29.10
35%	1347.98	1.59	29.06	33.82
45%	1733.11	1.47	34.53	28.35
55%	2118.25	1.35	38.74	24.14
65%	2503.38	1.23	41.69	21.19
80%	3081.09	1.05	43.75	19.13
80%-108%	3082-4172		43.75	19.13
108%-114%	4172-4404		51.60	11.28
114%-120%	4404-4636		56.58	6.30
120%-126%	4636-4868		62.88	0.00
126%以上	4868 以上		62.88	0.00

数据来源：中国中免公告，东吴证券研究所测算

表 3: 2023 年租金测算

实际客流/19 年客流	实际客流 (万人次)	客流调节系数	新租金 (亿元)	原租金-新租金 (亿元)
5%	192.57	2.59	6.76	61.83
15%	577.70	2.59	20.27	48.32
25%	962.84	2.59	33.78	34.81
35%	1347.98	1.59	29.06	39.53
45%	1733.11	1.47	34.53	34.06
55%	2118.25	1.35	38.74	29.85
65%	2503.38	1.23	41.69	26.90
80%	3081.09	1.05	43.75	24.84
80%-108%	3082-4172		43.75	24.84
108%-114%	4172-4404		51.60	16.99
114%-120%	4404-4636		56.58	12.01
120%-126%	4636-4868		62.88	5.71
126%-132%	4868-5100		68.59	0.00
132%以上	5100 以上		68.59	0.00

数据来源：中国中免公告，东吴证券研究所测算

表 4: 2024 年租金测算

实际客流/19 年客流	实际客流 (万人次)	客流调节系数	新租金 (亿元)	原租金-新租金 (亿元)
5%	192.57	2.59	6.76	67.88
15%	577.70	2.59	20.27	54.37
25%	962.84	2.59	33.78	40.86
35%	1347.98	1.59	29.06	45.58
45%	1733.11	1.47	34.53	40.11
55%	2118.25	1.35	38.74	35.90
65%	2503.38	1.23	41.69	32.95
80%	3081.09	1.05	43.75	30.89
80%-108%	3082-4172		43.75	30.89
108%-114%	4172-4404		51.60	23.04
114%-120%	4404-4636		56.58	18.06
120%-126%	4636-4868		62.88	11.76
126%-132%	4868-5100		68.59	6.05
132%-139%	5100-5360		74.64	0.00

139%以上	5360 以上	74.64	0.00
--------	---------	-------	------

数据来源：中国中免公告，东吴证券研究所测算

表 5：2025 年租金测算

实际客流/19 年客流	实际客流 (万人次)	客流调节系数	新租金 (亿元)	原租金-新租金 (亿元)
5%	192.57	2.59	6.76	74.72
15%	577.70	2.59	20.27	61.21
25%	962.84	2.59	33.78	47.70
35%	1347.98	1.59	29.06	52.42
45%	1733.11	1.47	34.53	46.95
55%	2118.25	1.35	38.74	42.74
65%	2503.38	1.23	41.69	39.79
80%	3081.09	1.05	43.75	37.73
80%-108%	3082-4172		43.75	37.73
108%-114%	4172-4404		51.60	29.88
114%-120%	4404-4636		56.58	24.90
120%-126%	4636-4868		62.88	18.60
126%-132%	4868-5100		68.59	12.89
132%-139%	5100-5360		74.64	6.84
139%以上	5360 以上		81.48	0.00

数据来源：中国中免公告，东吴证券研究所测算

疫情之下深耕离岛免税，消费回流空间广阔：疫情冲击下公司凭借离岛免税迅速复苏，登顶 20 年上半年全球第一大免税零售商。20 年度公司海南四店提前 17 天完成 300 亿销售目标。消费回流大趋势下，海南提出 21 年 600 亿，22 年 1000 亿，23 年 3000 亿，30 年 7000-8000 亿的离岛免税销售目标，增长确定性强。

盈利预测与投资评级：与上机签署新协议有效缓解公司租金压力，海南离岛免税、岛民免税多业态并进，预计公司 20-22 年实现营收 526.18/739.98/1074.95 亿元，归母净利润 61.17/94.41/153.4 亿元，当前股价对应 PE 为 98/63/39 倍。消费回流主旋律下的免税增量空间广阔，适度竞争不改中免龙头地位，维持“买入”评级。

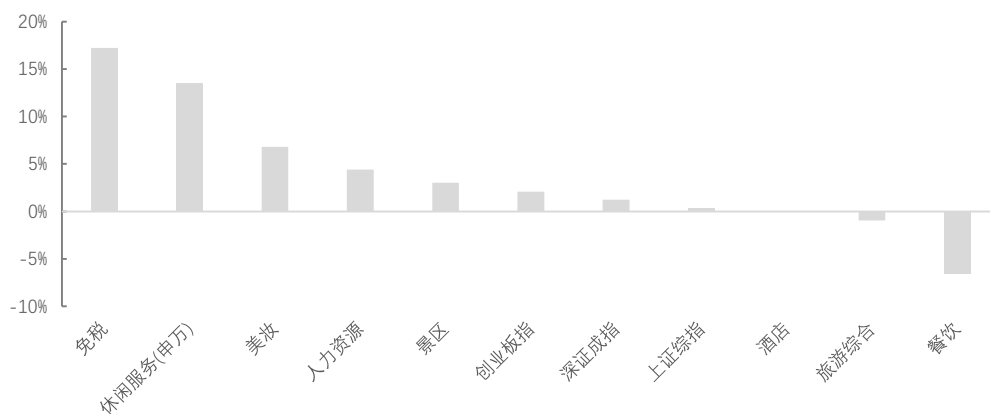
风险提示：疫情反复；海南竞争加剧；国际客流恢复不及预期；政策落地不及预期
风险

4. 板块涨跌回顾

上证综指本周上涨 0.38%，收于 3,496.33 点。深证成指本周上涨 1.25%，收于 15,007.30 点。创业板指本周上涨 2.07%，收于 3,193.71 点。而社服板块（申万）在中免机场协议超预期带动下，本周上涨 13.50%，大幅领先大盘。

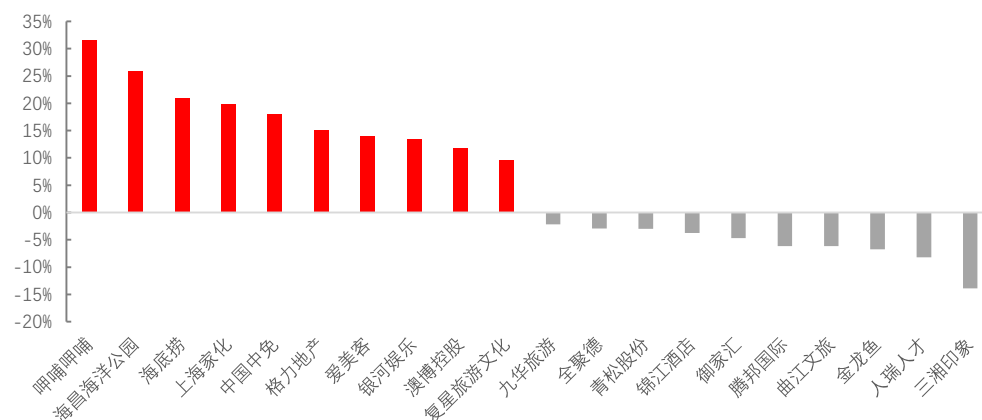
重点跟踪细分板块中免税板块整体受中免带动、同时海南对邮寄送达、返岛提取等物流方式的放开进一步驱动对离岛免税预期提升，免税板上涨 17.25%。个股方面，港股餐饮和景区标的继续在疫情拐点和就地过年预期下表现出色，呷哺呷哺、海昌海洋公园、海底捞分别上涨 31.55%、26.0%和 21.04%。中免在机场协议超预期驱动下上涨 18.01%；而高估值标的人瑞人才、金龙鱼则跌幅较大，分别下跌 8.21%和 6.74%。

图 19: 本周市场涨跌幅



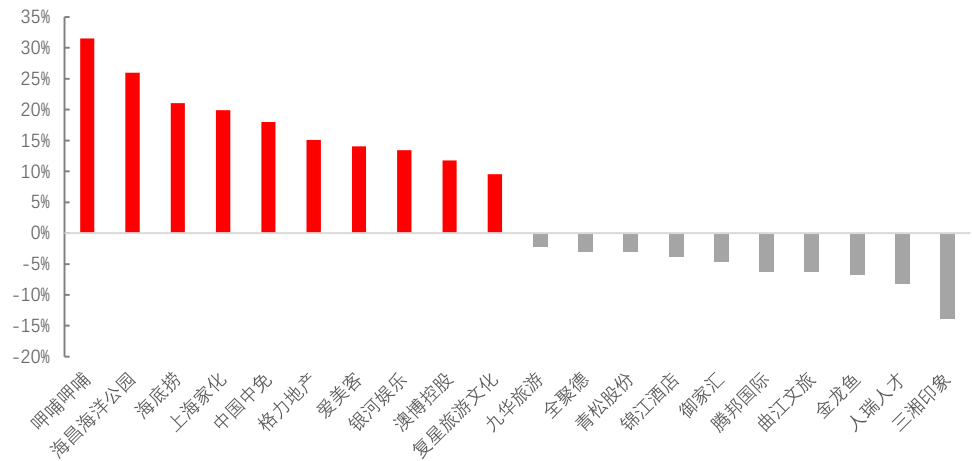
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20: 板块单周涨跌幅前十的股票



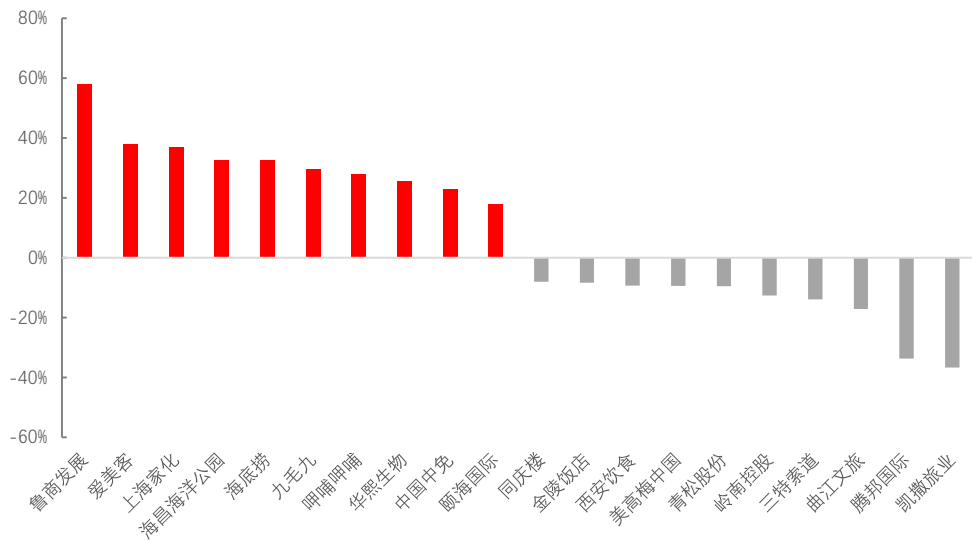
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21: 板块单月涨跌幅前十的股票



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 板块年度涨跌幅前十的股票



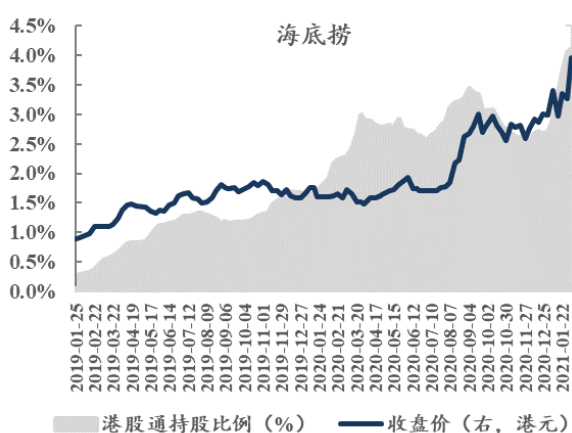
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 为 2021 年全年涨跌幅

5. 港股通热门标的追踪

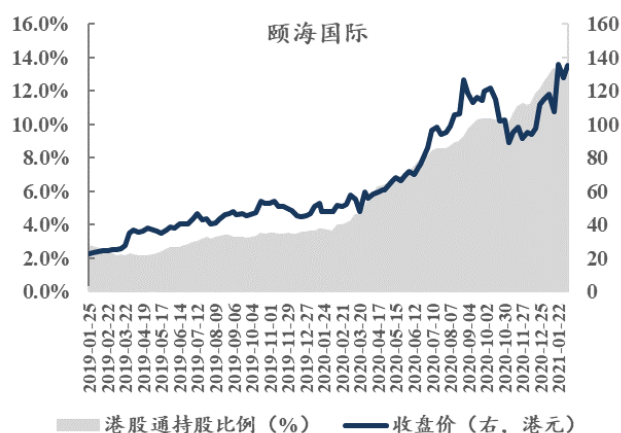
本周港股在南下资金带动下普遍上涨，同时港股通持股比例也相应继续上升。本周海底捞港股通持股比例进一步达到 4.11%，较上周增加 0.07pct；颐海国际港股通持股比例达到 13.38%，较上周增加 0.18pct；九毛九港股通持股比例达到 12.23%，较上周提升 0.57pct；而呷哺呷哺港股通持股比例达 18.19%，较上周上升 0.85pct。农夫山泉港股通持股比例达到 2.35%，较上周增加 0.03 pct；美团港股通持股比例达 8.70%，较上周提升 0.35pct；而思摩尔国际港股通比例也继续上升，达到 8.39%，较上周提升 0.33pct。

图 23: 海底捞港股通持股比例与股价变化



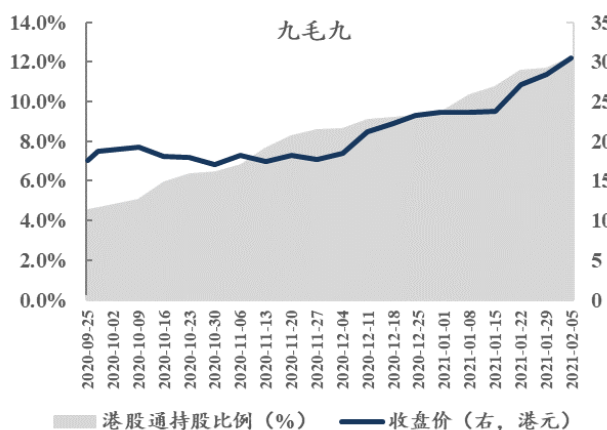
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24: 颐海国际港股通持股比例变化



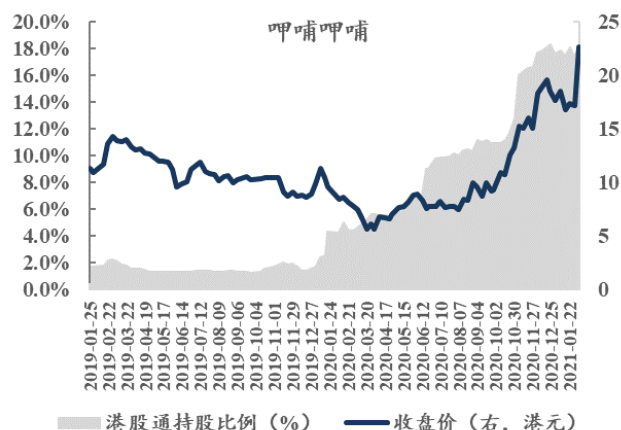
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25: 九毛九港股通持股比例与股价变化



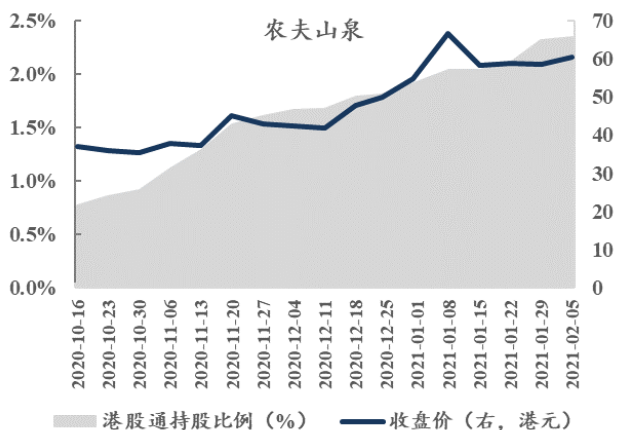
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26: 呷哺呷哺港股通持股比例变化



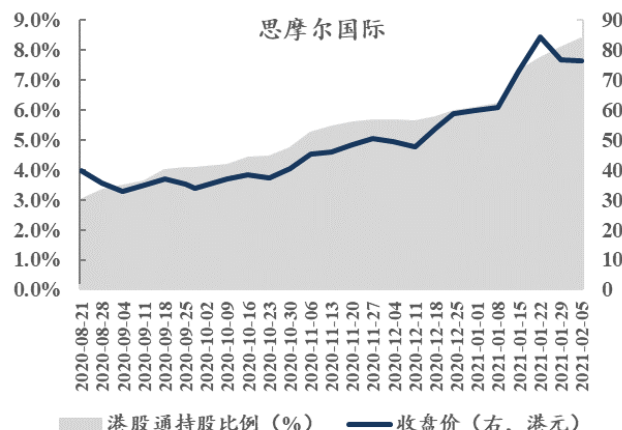
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27: 农夫山泉港股通持股比例与股价变化



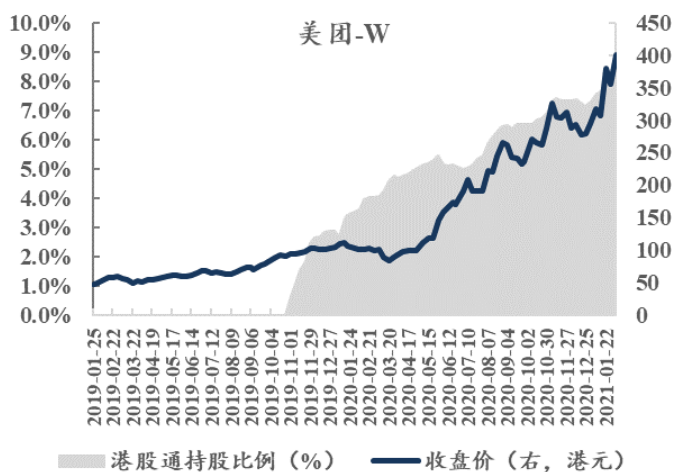
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 28: 思摩尔国际港股通持股比例变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 29: 美团-W 港股通持股比例变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 港股通持股比例以港股通持股数量/香港流通股计算所得。

6. 上市公司重要公告

百胜中国-S (9987.HK) 2020 年第四季度及全年财务业绩公告

2020 年第四季度总收入为 22.6 亿美元, 同比去年同期增加 11%, 净利润 1.51 亿美元, 同比去年同期增加 68%; 全年总收入为 82.6 亿美元, 同比去年同期下降 6%, 全年净利润为 7.84 亿美元, 同比去年同期增加 10%。

王府井 (600859.SH) 关于持股 5%以上股东集中竞价减持股份结果公告

公司股东北京京国瑞基金定于 2020 年 8 月 4 日至 2021 年 1 月 29 日通过集中竞价方式减持不超过 15,525,006 股公司股份, 拟减持比例为 2%。集中竞价减持计划的实施结果显示, 京国瑞基金于 2020 年 8 月 4 日至 2021 年 1 月 29 日共减持公司 7,762,479 股股份, 占公司总股本的 1%。

思摩尔国际 (6969.HK) 根据一般授权配售现有股份, 及认购新股份及出售股东出售待售股份

卖方配售及认购事项已分别于 2021 年 2 月 1 日及 2021 年 2 月 4 日落实完成。所得款项净额约为 44.46 亿港元。公司拟将 所得款项净额用于扩大生产能力并向 PMTA 申请分配更多资源, 并拟在医疗保健及制药行业电子雾化设备的 R&D 方面进行更多投资。

上海家化 (600315.SH) 2020 年年度报告

公司 2020 年度营业收入 7,032,385,622.18 元, 同比上年同期业绩下降 7.43%, 归属于上市公司股东的净利润为 430,201,656.84, 同比上年同期业绩下降 22.78%。

上海家化关于 2020 年第四季度主要经营数据的公告

2020 年第四季度公司护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现销量 51,944,033/37,538,466/49,390,437/6,579,408 支, 分别实现营业收入 793,250,996/214,513,438/572,365,813/88,625,116 元。

御家汇（300740.SZ）关于首次公开发行前已发行股份上市流通提示性公告

本次解除限售股份数量为 184,469,946 股，占公司总股本的 44.88%，为公司首次公开发行前已发行的部分股份，本次解除限售股份上市流通日期为 2021 年 2 月 8 日。

科锐国际（300662.SZ）关于调整公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予部分回购价格的公告

于 2021 年 2 月 4 日召开第三届董事会第一次会议和第三届监事会第一次会议，审议并通过了《关于调整公司 2019 年限制性股票激励计划回购价格的议案》。鉴于公司 2019 年限制性股票激励计划首次授予的 2 名激励对象已离职，已不具备激励对象资格，18 名激励对象因个人业绩考核未达到优秀，第一个解除限售期对应解除限售系数为 80%，上述激励对象已获授但尚未解除限售的部分或全部限制性股票不得解除限售，根据公司《2019 年限制性股票激励计划》的相关规定，同意公司对上述已授予但尚未解锁的限制性股票回购价格进行调整。回购价格由 15.19 元/股调整为 15.023 元/股。"

科锐国际（300662.SZ）关于聘任公司高级管理人员的公告

公司董事会同意聘任李跃章先生为公司总经理，聘任 GUO XIN 先生、王震先生、曾诚女士、段立新先生、张媛女士为公司副总经理，任期为三年，自本次董事会审议通过之日起至公司第三届董事会届满为止。公司副总经理王天鹏先生第二届任期届满，因个人原因不再在公司继续履行职务职责，换届后王天鹏先生将不再担任公司其他职务。

腾邦国际（300178.SZ）关于对腾邦国际商业服务集团股份有限公司的关注函

公司被要求对控股子公司松禾智能、腾邦旅游破产清算进行细节核实；公司须对与麦穗文化、老凤皇设立合资公司、2020 年度业绩预告和审计报告、股权激励限制性股票回购注销款项的投诉等进行书面说明。

腾邦国际（300178.SZ）关于控股股东及实际控制人股份新增轮候冻结的公告

腾邦集团及实际控制人钟百胜先生共持有公司股份 141,957,835 股，占公司总股本的 23.03%；2 月 4 日，腾邦集团新增轮候冻结 127,688,922 股，占其所持股比例 20.712%。

永利澳门 (1128.HK) 永利澳门有限公司截至 2020 年 12 月 31 日止第四季的未经审核国际财务报告准则业绩及我们的控股股东 WYNN RESORTS, LIMITED 截至 2020 年 12 月 31 日止第四季及年度的未经审核业绩

公司 2020 年第四季度实现营业收入 403400 千美元, 同比下降 63.83%; 归属于上市公司股东的净利润亏损 144912 千美元, 同比下降 179.61%。Wynn Resorts, Limited 2020 年第四季度的经营收益 6.860 亿美元, 同比 2019 年第四季 16.5 亿美元下降 58.5%。

阿里巴巴-SW (9988.HK) 2020 年十二月底止季度业绩公告

2021 年财年 Q3 公司实现收入 2210.84 亿元人民币, 同比增加 37%, 净利润达 592.1 亿元, 同比增加 13.2%, 2020 年 12 月中国移动月活用户达 9.02 亿。

众信旅游 (002707.SZ) 联合资信评估股份有限公司关于众信旅游机缘股份有限公司 2020 年度业绩预亏的关注公告

公司预计 2020 年归属于上市公司股东的净利润为亏损 13 到 15 亿元, 同比下降 1994.7%-2286.2%; 营业收入 15 到 17 亿元, 同比下降 88.1%-86.5%。联合资信已与公司取得联系, 全面分析业绩预亏对公司主体及债券信用水平可能造成的影响。

复星旅游文化 (1992.HK) 盈利警告

2020 年同比 2019 年同期业绩, 主要由于度假村容纳能力下降约 55%, 预期造成营业额下降约 57%。

若羽臣 (003010.SZ) 关于董事, 高级管理人员辞职及补选董事的公告

公司董事、副总经理梁婕女士因个人原因申请辞去公司职务。辞职后, 梁婕女士不再担任公司及子公司的任何职务。公司拟选举罗志青女士担任第二届董事会董事及薪酬与考核委员会委员。

壹网壹创（300792.SZ）关于第一期限制性股票激励计划预留部分授予登记完成的公告

公司第一期限制性股票激励计划预留部分授予登记完成，预留部分限制性股票上市日期为 2021 年 2 月 4 日，共 5.58 万股。

华天酒店（000428.SZ）关于控股股东拟发生变更暨国有股权无偿划转的提示性公告

控股股东华天集团拟将所持本公司 330,908,920 股（占公司总股本的 32.48%）无偿划转给兴湘集团。无偿划转完成后，公司控股股东将由华天集团变更为兴湘集团，实际控制人仍为湖南省国资委。

金陵饭店（601007.SH）关于独立董事任职期限届满辞职的公告

公司董事会近日收到公司独立董事茅宁先生的辞职申请。茅宁先生因连续担任本公司独立董事已满 6 年，根据中国证监会有关文件规定，申请辞去第六届董事会独立董事以及董事会提名委员会主任委员、薪酬与考核委员会委员、审计委员会委员职务。茅宁先生的辞职未导致公司董事会人数或独立董事成员低于法定最低人数，不会影响董事会正常运作，其辞呈自送达董事会之日起生效。

7. 近期公司股东大会及解禁提醒

表 6: 近期股东大会

序号	代码	名称	会议日期	会议类型
1	603136.SH	天目湖	2021/2/8	临时股东大会
2	300178.SZ	腾邦国际	2021/2/18	临时股东大会
3	601888.SH	中国中免	2021/2/22	临时股东大会
4	300662.SZ	科锐国际	2021/2/24	临时股东大会

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 7: 解禁提醒

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁 收益率 (%)	总股本 (万股)	占比(%)	解禁股份类型	
1	300740.SZ	御家汇	2021-02-08	15,553.00	41,106.05	53.94	首发原股东限售股份 首发一般股份,首发机 构配售股份	
2	300896.SZ	爱美客	2021-03-29	142.62	593.33	12,020.00	21.64	首发一般股份,首发机 构配售股份
3	300999.SZ	金龙鱼	2021-04-15	2,277.31	413.58	542,159.15	6.58	首发一般股份,首发机 构配售股份

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

8. 风险提示

宏观经济波动的风险, 行业竞争加剧等风险。

表 8: 公司估值表 (基于 2021 年 2 月 5 日收盘价)

简称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE			年内 涨跌幅
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
免税								
中国中免	6,774.11	4,628.99	5,028.00	9,441.00	146.34	134.73	71.75	22.84%
格力地产	138.51	526.28	727.00	1,447.00	26.32	19.05	9.57	4.02%
王府井	249.56	961.34	420.97	995.58	25.96	59.28	25.07	-1.32%
餐饮								
颐海国际	1,184.01	718.63	930.00	1,249.00	164.76	127.31	94.80	17.83%
海底捞	3,499.15	2,344.71	945.00	5,333.00	149.24	370.28	65.61	32.50%
九毛九	370.60	164.41	103.00	425.00	225.41	359.81	87.20	29.45%
百胜中国-S	1,507.69	713.00	4,261.93	5,473.32	211.46	35.38	27.55	-3.06%
广州酒家	157.48	384.13	432.00	574.00	41.00	36.45	27.44	0.65%
呷哺呷哺	204.71	288.10	29.69	523.45	71.05	689.52	39.11	27.83%
巴比食品	108.67	154.72	143.89	194.54	70.24	75.53	55.86	16.05%
西安饮食	19.36	-47.15	-	-	-41.07			-9.35%
全聚德	29.46	44.63	-	-	66.01			-5.26%
同庆楼	43.80	197.59	159.62	219.31	22.17	27.44	19.97	-8.02%
海天味业	6,238.18	5,353.19	6,349.00	7,513.84	116.53	98.25	83.02	-4.00%
农夫山泉	5,679.12	4,948.57	5,178.00	6,223.00	114.76	109.68	91.26	10.20%
金龙鱼	6,164.35	5,408.03	7,167.00	8,102.00	113.99	86.01	76.08	4.97%
美妆								
珀莱雅	391.57	392.68	476.00	600.00	99.72	82.26	65.26	9.38%
爱美客	1,086.61	305.52	408.00	625.00	355.66	266.33	173.86	38.01%
华熙生物	881.52	585.61	681.00	792.00	150.53	129.44	111.30	25.42%
丸美股份	194.44	514.89	532.00	613.00	37.76	36.55	31.72	-7.32%
上海家化	322.10	557.09	430.20	466.00	57.82	74.87	69.12	36.80%
青松股份	87.82	453.16	564.00	662.00	19.38	15.57	13.27	-9.53%
鲁商发展	135.83	162.06	494.24	645.61	83.82	27.48	21.04	57.98%
御家汇	78.14	130.72	113.21	193.80	59.78	69.02	40.32	5.03%
朗姿股份	117.87	210.45	140.00	232.50	56.01	84.19	50.70	8.16%
新消费								
泡泡玛特	936.11	99.52	592.34	1,154.56	940.62	158.04	81.08	-1.66%
思摩尔国际	3,792.19	733.95	2,988.52	5,645.10	516.68	126.89	67.18	27.82%
名创优品	596.01	969.00	872.00	1,422.00	61.51	68.35	41.91	14.82%
豪悦护理	170.21	185.10	632.89	697.63	91.96	26.89	24.40	-16.15%
豫园股份	388.74	3,020.74	3,658.98	4,138.38	12.87	10.62	9.39	12.60%

雾芯科技	2,435.48	-	-	-				-17.89%
酒店								
首旅酒店	228.16	884.97	130.00	901.00	25.78	175.51	25.32	8.86%
锦江酒店	478.59	1,092.50	528.00	1,177.00	43.81	90.64	40.66	-3.05%
华住集团	1,051.35	1,769.00	-2,244.69	2,180.13	59.43	-46.84	48.22	13.58%
华天酒店	26.49	-477.61	-	-	-5.55			-1.52%
岭南控股	46.31	204.87	-164.00	123.00	22.61	-28.24	37.65	-12.64%
西安旅游	19.63	96.27	-	-	20.39			-0.12%
金陵饭店	21.72	77.42	46.00	108.00	28.06	47.22	20.11	-8.35%
景区								
宋城演艺	461.49	1,339.79	141.00	1,402.00	34.45	327.30	32.92	-0.40%
天目湖	28.61	123.71	39.00	134.00	23.13	73.37	21.35	-3.16%
中青旅	71.52	568.16	-111.00	528.00	12.59	-64.43	13.54	-3.70%
复星旅游文化	89.79	308.44	-1,811.17	520.06	29.11	-4.96	17.26	5.58%
黄山旅游	67.69	340.19	50.03	349.53	19.90	135.29	19.36	3.34%
峨眉山 A	30.46	226.18	-26.33	193.33	13.47	-115.65	15.75	-3.67%
长白山	19.84	75.26	-	-	26.36			-5.94%
张家界	18.70	11.06	-	-	169.16			-4.35%
三湘印象	51.70	282.09	-	-	18.33			-7.25%
桂林旅游	15.45	55.02	-238.00	64.00	28.08	-6.49	24.14	-5.30%
大连圣亚	27.27	41.76	-	-	65.29			13.21%
海昌海洋公园	21.03	39.56	-591.10	287.05	53.17	-3.56	7.33	32.63%
丽江旅游	35.06	203.48	59.00	168.00	17.23	59.42	20.87	-0.31%
云南旅游	47.58	94.70	27.00	246.00	50.25	176.24	19.34	-0.63%
九华旅游	20.90	117.02	-	-	17.86			-2.68%
旅游综合								
众信旅游	46.58	68.61	13.00	106.00	67.89	358.33	43.95	-0.77%
同程艺龙	261.49	688.10	492.00	1,118.00	38.00	53.15	23.39	-4.27%
携程网	1,340.14	7,011.00	-5,070.48	1,915.98	19.11	-26.43	69.95	3.53%
凯撒旅业	67.85	125.65	-211.52	181.25	54.00	-32.08	37.44	-36.75%
三特索道	18.26	11.41	61.50	61.00	160.11	29.69	29.94	-13.95%
腾邦国际	16.95	-1,575.98	-	-	-1.08			-33.73%
曲江文旅	12.75	45.03	-	-	28.32			-17.20%
西藏旅游	19.52	20.84	-	-	93.65			-2.16%
人力资源								
科锐国际	103.00	117.67	183.07	235.87	87.53	56.26	43.67	4.12%
人瑞人才	32.84	-779.83	164.78	255.64	-4.21	19.93	12.85	-0.79%

强生控股	83.74	93.26	-54.92	67.07	89.79	-152.48	124.86	-9.86%
博彩								
银河娱乐	2,418.67	13,041.55	-3,705.33	7,452.54	18.55	-65.28	32.45	10.71%
永利澳门	572.72	5,056.66	-5,864.15	288.29	11.33	-9.77	198.66	1.23%
金沙中国	2,231.71	2,033.00	-8,696.38	5,701.23	109.77	-25.66	39.14	-2.94%
新濠国际	180.92	689.77	-5,210.37	-380.60	26.23	-3.47	-47.53	-5.17%
美高梅	382.52	1,931.23	-3,873.03	214.92	19.81	-9.88	177.98	-9.46%
澳博控股	441.70	3,207.30	-2,522.61	1,569.85	13.77	-17.51	28.14	7.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：未加粗公司采用 wind 一致预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

