

## 社服新消费行业周观察

# 奥园美谷进军医美，复锐医疗发布 20 年业绩增持（维持）

2021 年 03 月 21 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### ■ 本周专题：奥园美谷拟收购优质医美终端，切入医美产业链

##### ➢ 收购优质医美终端资产，夯实医美产业布局

奥园美谷拟出资 6.97 亿元收购连天美 55% 股权，切入医美产业。连天美目前下设 2 家医疗美容医院，均为 5A 级（仅 51 家），总运营面积约 2 万平方米，共拥有 70 余名医生、近百名护士，并拥有会员数量超过 30 万人。通过多年沉淀，连天美积累了完善的医美业务标准化和快速复制的经营能力，为未来跨区域的扩张打下了重要的基础。

##### ➢ 多元优势促进业绩高增长，树立市场领先地位

强资质基石上，通过人才、营销等多元优势，连天美已树立了市场领先地位。根据 Frost & Sullivan 统计，2019 年连天美分别占浙江和杭州医美市场 5.7% 和 13.4% 的市场份额，均排名首位。2020 年，疫情冲击下连天美依然实现正增长，营收达 4.86 亿元（+5.34%）；实现净利润 0.81 亿元（+356.0%），净利率达 16.6%，高于行业平均。

##### ➢ 同步股权激励定调高增长目标，彰显强劲信心

与收购同步，奥园美谷发布 2021 年股权激励草案，拟向 14 位核心人员授予股票期权共计 1,820 万份（约占股本总额的 2.33%），行权价格为 12.62 元。从业绩目标来看，2021 年净利润较 2020 年增长不低于 390% 方可 100% 行权；2022 年净利润较 2020 年增长不低于 1,390% 方可 100% 行权。对未来业绩增长的高目标，彰显了公司对深入医美产业链的信心。同时，通过股权激励绑定核心人员，形成支撑公司长期发展的中坚力量。

##### ➢ 医美产业空间广阔，关注产业链龙头标的

消费升级下，国内医美渗透率持续提高，但相比成熟国家仍较低，行业远期空间广阔。我们看好产业链龙头的竞争优势，推荐爱美客、华熙生物，建议关注四环医药、奥园美谷、复锐医疗、朗姿股份、瑞丽医美等。

#### ■ 本周观点：清明五一预订火热，关注文旅产业机会

**疫苗进展顺利，出游预订火热。**国内外疫苗顺利推进，全球疫情防控局势稳定向好，清明、五一出游热度不断升温。根据携程数据，预计清明出游人次将达到 1 亿人次，而随着“五一连休五天”政策落地，五一期间酒店订单量较 2019 年已增长 53%。建议关注假期出游热情下的酒店、景区、博彩等低估值板块中的高弹性龙头标的，推荐锦江酒店、宋城演艺、众信旅游，建议关注复星旅游文化、银河娱乐、金沙中国等。

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**；境外消费回流大势下，海南免税业绩成长仍具高确定性，推荐拟建设三亚国际免税城一期 2 号地的**中国中免**；行业高景气叠加国产替代的**美妆/医美**，推荐**爱美客、华熙生物、珀莱雅**，关注**贝泰妮、御家汇**；行业渗透率提升空间广阔的**电子烟**，关注**思摩尔国际、雾芯科技**。

#### ■ 本周动态：复锐医疗科技发布 2020 年业绩，深耕美丽健康生态

全球能量源医美设备龙头复锐医疗发布 2020 年度业绩。疫情下，全年实现营收 1.62 亿美元（-6.6%），实现净利润 0.147 亿美元（-33.1%）。20H2 明显，实现营收 9 亿美元（+2.6%），环比 H1 增长 26.0%；净利润达 0.089 亿美元（+10.8%），环比大幅增长 55.8%。未来公司将继续引入牙科美容和个人护理等业务，打造“美丽健康”生态，建议关注。

#### ■ 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：回望赌王起落时，濠江风云启示录》2021-03-14
- 2、《社服新消费行业周观察：携程 20Q4 利润超预期，展望 21 年文旅复苏》2021-03-08
- 3、《社服新消费行业周观察：疫苗落地促复苏，澳门博彩迎曙光》2021-03-01

## 内容目录

1. 奥园美谷拟收购医美终端，切入医美产业链 .....	4
1.1. 收购优质医美终端资产，夯实医美产业布局 .....	4
1.2. 股权激励定调高增长目标，彰显强劲信心 .....	6
1.3. 投资建议 .....	7
1.4. 风险提示 .....	8
2. 本周观点：清明五一预订火热，关注文旅产业机会 .....	9
3. 本周动态：复锐医疗疫后复苏明显，华宝国际静待 HNB 机遇 .....	11
4. 板块涨跌回顾 .....	14
5. 港股通热门标的追踪 .....	16
6. 上市公司重要公告 .....	18
7. 近期公司股东大会及解禁提醒 .....	21
8. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 杭州连天美医疗美容医院.....	4
图 2: 杭州维多利亚医疗美容医院.....	4
图 3: 2019 年浙江省医疗美容市场份额.....	5
图 4: 2019 年杭州市医疗美容市场份额.....	5
图 5: 2019 年和 2020 年连天美费用率对比.....	5
图 6: 连天美 2019 年和 2020 年利润情况对比.....	5
图 7: 本周市场涨跌幅.....	14
图 8: 板块单周涨跌幅前十的股票.....	14
图 9: 板块单月涨跌幅前十的股票.....	15
图 10: 板块年度涨跌幅前十的股票.....	15
图 11: 海底捞港股通持股比例与股价变化.....	16
图 12: 颐海国际港股通持股比例变化.....	16
图 13: 九毛九港股通持股比例与股价变化.....	16
图 14: 呷哺呷哺港股通持股比例变化.....	16
图 15: 农夫山泉港股通持股比例与股价变化.....	17
图 16: 思摩尔国际港股通持股比例变化.....	17
图 17: 美团-W 港股通持股比例变化.....	17
表 1: 奥园美谷股权激励授予对象及数量一览.....	6
表 2: 奥园美谷股权激励行权目标.....	7
表 3: 华宝国际 2020 年业务板块经营数据拆分.....	13
表 4: 近期股东大会.....	21
表 5: 解禁提醒.....	21
表 6: 公司估值表 (基于 2021 年 3 月 19 日收盘价).....	22

## 1. 奥园美谷拟收购医美终端，切入医美产业链

事件：3月18日奥园美谷发布公告，拟出资6.97亿元收购盛妆医美持有的杭州连天美55%股权。本次收购标的评估价值13.51亿元，对应PE 16.8倍，相较于二级市场医美行业估值，处于较低区间。连天美目前下设2家医疗美容医院，2020年实现营收4.86亿元，净利润0.81亿元。若本次收购完成，将成为奥园美谷深度布局医美产业链的基石。同时，公司发布股权激励计划，进一步绑定核心管理层，高增长目标彰显强劲信心。

### 1.1. 收购优质医美终端资产，夯实医美产业布局

旗下2家5A级医美机构，实力筑造资质壁垒。本次收购的标的连天美目前下设2家医疗美容医院，即杭州连天美医疗美容医院和杭州维多利亚医疗美容医院，总运营面积约2万平方米，设有整形美容科、微整形科、皮肤美容科、口腔美容科等主要科室，全面覆盖主流医美项目。自2016年以来，中国整形美容协会将医美机构分为五个等级，其中获得最高5A级评价的仅51家机构，而连天美旗下2家机构均为5A级。同时杭州连天美医疗美容医院也是稀缺的具备四级医美项目资质的机构。围绕医美项目，连天美共有20余项专利技术，其中针对鼻部整形专利7项、面颌部8项、胸部4项以及牙科、塑性等其他专利。

图1：杭州连天美医疗美容医院



数据来源：新氧，东吴证券研究所

图2：杭州维多利亚医疗美容医院



数据来源：新氧，东吴证券研究所

**人才队伍形成运营和管理优势，多元营销积累客户资源。**在优秀的医美医师稀缺的行业背景下，连天美非常注重专业的人才队伍建设，在医美领域引入了行业内知名的专家和整形医生，医师资源充沛。截至公告日，连天美共拥有70余名医生、近百名护士，其中10余位医生为三甲医院高级职称医生。在强大人才团队的支撑下，连天美建立了完善的标准化流程，涵盖客户管理、医疗服务、业务运营和人才培养等方面，积累了医美业务标准化和快速复制的经营能力，并为未来连天美跨区域的扩张打下了重要的基础。

另一方面，公司建设线下线上全链路营销网络。线下继续巩固传统营销的同时，开展线上推广，借力新媒体等媒介最大化网络效应。经过多年的积累和沉淀，连天美目前拥有会员数量超过 30 万人。

**多元优势促进业绩高增长，树立市场领先地位。**资质筑造的基石上，通过人才、营销等多元优势，连天美已树立了市场品牌和领先地位。根据 Frost & Sullivan 统计，2019 年连天美分别占据浙江和杭州医美市场 5.7%和 13.4%的市场份额，均排名首位。2020 年，疫情冲击下连天美依然实现正增长，2020 年实现营收 4.86 亿元，同比增长 5.34%。

图 3：2019 年浙江省医疗美容市场份额

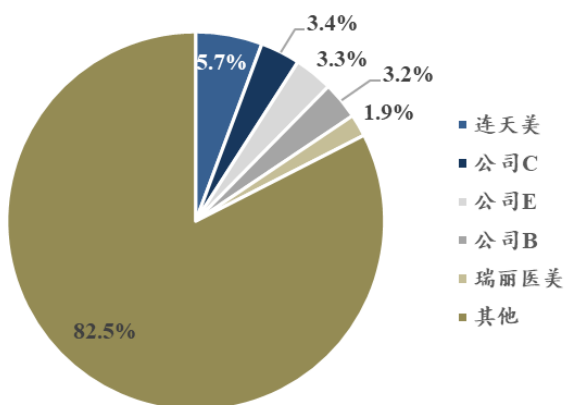
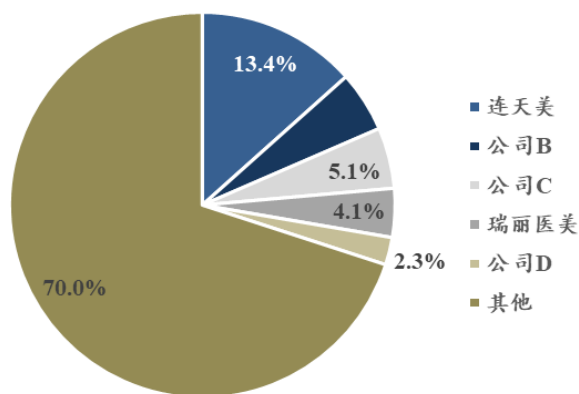


图 4：2019 年杭州市医疗美容市场份额



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

**降本提效成效显著，盈利大幅增长。**2020 年，公司通过产品结构提升等方式，使毛利率自 49.0%提升至 52.8%，增长 3.8 pct。同时销售费用率和管理费用率则下降明显，分别下降 6.22 pct 和 2.69 pct，整体提效成果显著。相应的，2020 年，连天美实现净利润 0.81 亿元，同比增长 356.0%，净利率达 16.6%，高于行业平均水平。

图 5：2019 年和 2020 年连天美费用率对比

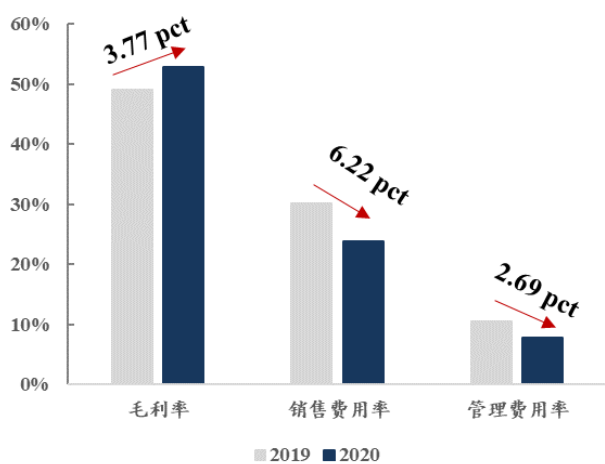
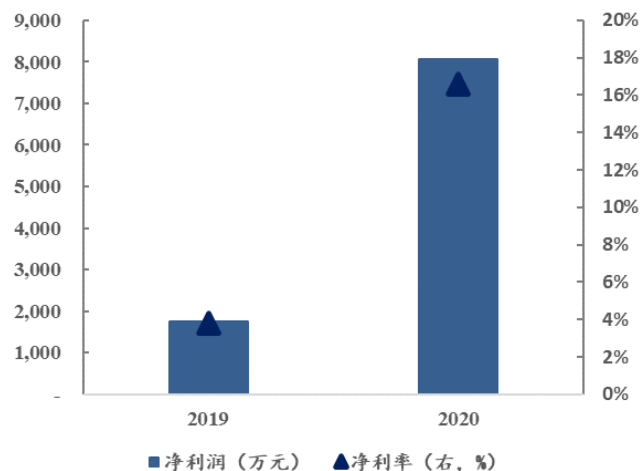


图 6：连天美 2019 年和 2020 年利润情况对比



数据来源：奥园美谷公告，东吴证券研究所

数据来源：奥园美谷公告，东吴证券研究所

同时，本次交易中，对标的公司连天美亦设定了业绩承诺，约定连天美 2021 年度和 2022 年度扣非净利润累计不低于 1.57 亿元。若未达到业绩承诺，则将对奥园美谷就业绩承诺差额进行现金补偿。

**医美行业空间广阔，奥园美谷深入布局优质资源。**随着消费升级大趋势，消费者对医美的消费意愿和接受程度正在逐步提高，国内医美市场正处于蓬勃发展阶段。而下游医美机构正处于行业集中度低，合法医美机构供需不平衡的阶段。因此本次收购将有望使奥园美谷借力连天美在客户资源、医美品牌、标准化经营等核心资源支持下，抢占医美产业先发优势。未来，奥园美谷将继续聚焦医美领域，深入挖掘并整合优势医美资源，打造医美生态。

## 1.2. 股权激励定调高增长目标，彰显强劲信心

**同步拟推股权激励，深度绑定核心管理层。**与收购计划同步，公司发布 2021 年股权激励草案，拟向董事长、总裁、执行总裁等 14 位董事、高管和核心管理人员授予股票期权共计 1,820 万份（约占公司股本总额的 2.33%），本次激励计划不设预留。本次激励计划的股票期权行权价格为 12.62 元，较 2021 年 3 月 19 日收盘价 12.29 元溢价 2.69%。人均而言，平均每人授予 130 万股，占总股本 0.17%，按行权价格则价值 1,640.60 万元。

表 1: 奥园美谷股权激励授予对象及数量一览

序号	姓名	职务	获授予的股票期权数量（万份）	占授予股票期权比例	占计划公告时总股本比例	按行权价格期权价值（万元）
<b>一、董事、高级管理人员</b>						
1	马军	奥园美谷董事长	340	18.68%	0.44%	4,290.8
2	胡冉	奥园美谷董事、总裁	340	18.68%	0.44%	4,290.8
3	徐巍	奥园美谷执行总裁	300	16.48%	0.38%	3,786.0
4	范时杰	奥园美谷执行总裁/湖北金环新材料董事长/湖北金环绿纤董事长	300	16.48%	0.38%	3,786.0
5	陈勇	奥园美谷董事	140	7.69%	0.18%	1,766.8
6	申司昀	奥园美谷董事、执行总裁	50	2.75%	0.06%	631.0
7	班均	奥园美谷董事/湖北金环新材料董事、总裁/湖北金环绿纤董事、总裁	50	2.75%	0.06%	631.0
8	陈辉	奥园美谷董事 /湖北金环新材料董事、联席总裁	40	2.20%	0.05%	504.8
9	杨成	奥园美谷副总裁	40	2.20%	0.05%	504.8
10	蒋南	奥园美谷董事会秘书	50	2.75%	0.06%	631.0
11	林斌	奥园美谷财务总监	50	2.75%	0.06%	631.0
<b>二、其他激励对象</b>						

12	核心管理人员 (3人)	120	6.59%	0.15%	1,514.4
<b>合计</b>		<b>1,820</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.33%</b>	<b>22,968.40</b>
	人均	130		0.17%	1,640.60

数据来源：奥园美谷公告，东吴证券研究所

**激励目标定调高增长，彰显公司信心。**本次股权激励的行权时间分为两个阶段，分别为授权完成日开始的 12 个月后首个交易日起至 24 个月内的最后一个交易日，和 24 个月后的首个交易日起至 36 个月内的最后一个交易日。行权条件上同时设定公司层面业绩考核和个人层面业绩考核，充分调动核心员工业务和管理双向积极性。

**(1) 公司层面：**以 2020 年合并报表净利润为固定基数，对 2021 和 2022 年两个会计年度的净利润进行业绩考核，并分为 A/ B/ C/ D 四档，分别对应 100%/ 80%/ 50%和 0%的行权比例。从业绩目标来看，2021 年净利润较 2020 年增长不低于 390%方可 100%行权，而增长幅度低于 200%则不可行权；2022 年净利润较 2020 年增长不低于 1,390%方可 100%行权，而增长幅度低于 1,190%则不可行权。

表 2：奥园美谷股权激励行权目标

目标等级	行权比例	2021 年目标增速	2021 年合并报表净利润	2022 年目标增速	2022 年合并报表净利润
A	100%	>390%	>1.96 亿元	>1,390%	>5.96 亿元
B	80%	310%<X<390%	1.64 亿元<X<1.96 亿元	1,290%<X<1,390%	5.56 亿元<X<5.96 亿元
C	50%	200%<X<310%	1.2 亿元<X<1.64 亿元	1,190%<X<1,290%	5.16 亿元<X<5.56 亿元
D	0%	<200%	<1.2 亿元	<1,190%	<5.16 亿元

数据来源：奥园美谷公告，东吴证券研究所

注：2020 年合并报表净利润假设为业绩预告净利润 3,500 万-4,500 万的中间值 4,000 万

**(2) 个人层面：**同时，激励对象还需完成《2021 年股票期权授予协议》中对个人的约定的具体内容进行的考核。

综合公司和个人层面双重行权目标，公司对未来业绩增长定下了较高的标准和目标，彰显了公司对业务转型深入医美产业链的信心。同时，通过股权激励将核心人员与公司发展深度绑定，形成支撑公司长期发展的中坚力量。

### 1.3. 投资建议

随着人均可支配收入的提高，消费升级趋势下，消费者对“美丽健康”的需求越来越强。近年来，医美产业的渗透率持续提高，但较成熟国家仍有较大提升空间。随着爱美客、瑞丽医美等陆续登陆资本市场，奥园美谷、朗姿股份等纷纷通过收购等方式切入医美赛道，医美产业的先发者将有望进一步推动行业的成长和发展。我们看好医美产业

的近期市场空间和龙头标的竞争优势，推荐爱美客、华熙生物，建议关注四环医药、奥园美谷、朗姿股份、瑞丽医美等。

#### 1.4. 风险提示

宏观经济波动风险；医美产业发展不及预期；政策监管风险。



## 2. 本周观点：清明五一预订火热，关注文旅产业机会

**疫苗进展顺利，出游预订火热。**在国内外疫苗均顺利推进接种背景下，全球疫情防控局势稳定向好。临近春节后第一个小长假“清明假期”，“五一”也紧随其后，出游热度不断升温，根据携程数据，截至2021年3月16日，通过携程平台预订清明节时期的景区门票的人次已经恢复至2019年同期水平，预计清明节出游人次将达到1亿人次。其中，酒店市场复苏形势喜人，成都、上海和三亚酒店热度最高，大理洱海、武汉东湖风景区、厦门鼓浪屿、杭州西溪湿地等景区周边的酒店，预订量同比增长达5成以上。而随着“五一连休五天”的政策落地，五一期间酒店订单量较2019年已增长53%。建议关注假期出游热情下的酒店、景区、博彩等低估值板块中的高业绩弹性龙头标的。

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。

### 板块观点：

**餐饮：行业持续复苏，龙头经营稳健。**餐饮龙头春节数据表现亮眼，伴随春节后疫情防控稳态化，龙头经营稳健。根据社零数据，1-2月餐饮复苏显著，合计收入达7,085亿元(+68.9%)，较2019年同期仅下降2.29%。疫后连锁餐饮头部品牌有望继续加速布局，品牌化、连锁化率将进一步提升。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，根据社零统计，1-2月粮油食品类零售额达2,828亿元(+10.9%)，较2019年同期增长10.95%。我们看好餐饮工业化大趋势下的餐饮供应链机会，推荐**颐海国际**，建议关注**金龙鱼**和已过会的拟上市预制菜企业**味知香**。

**免税：**春节后三亚客流继续高增，免税店销售延续火热状态。中免拟投资36.9元用于三亚国际免税城一期2号地项目建设，致力于将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，有望吸引更多顶奢品牌入驻海南离岛免税生态。在境外消费回流的大趋势下，我们持续重点推荐**中国中免**，建议关注**王府井、海南发展、海汽集团、海航基础**等。

**酒店：**清明、五一出游热情高涨，景区周边酒店预定量较2019年亦有显著增长，疫情防控持续稳健叠加顺周期经济复苏下商旅需求回暖，疫后酒店业绩复苏可期，推荐**锦江酒店**，建议关注**华住集团-S、首旅酒店**。

**景区：**伴随着疫苗推进，清明、五一出游预订火热，优质景区和演艺标的业绩弹性充足，具备布局价值，建议关注**宋城演艺、复星旅游文化、天目湖、中青旅**。

**化妆品：**据淘数据统计，2月国货美妆品牌线上继续保持高速增长，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**御家汇**。

**博彩：**2021年2月澳门博彩毛收入为73.12亿澳门币，同比增长135.6%，复苏明显。截至3月3日，BioNtech的mRNA新冠疫苗开放澳门市民接种；而原有澳门新冠疫苗接种计划也已进入第二阶段，预约接种人次近4万。同时，新型冠状病毒感染应变协调中心宣布，3月3日起进入赌场无需出示核酸检测结果。随着疫苗接种顺利推进，疫情影响逐渐消退，赴澳旅客量将持续恢复。建议关注新物业扩张的**银河娱乐、澳博控股**，以及中场之王**金沙中国**。

**电子烟：**两会及“315”后对电子烟的监管政策预期缓和，国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、中国波顿**等。

### 3. 本周动态：复锐医疗疫后复苏明显，华宝国际静待 HNB 机遇

#### 复锐医疗科技：2020 年业绩发布，疫后全面复苏，打造美丽健康生态

**事件：**3 月 18 日晚，全球能量源医美设备龙头复锐医疗科技发布 2020 年度业绩。疫情影响下，2020 年全年实现营收 1.62 亿美元（-6.6%），实现净利润 0.147 亿美元（-33.1%）。其中，下半年复苏趋势明显，20H2 实现营收 9 亿美元，同比增长 2.6%，环比 H1 增长 26.0%；而净利润达 0.089 亿美元，同比增长 10.8%，环比大幅增长 55.8%。

**直销占比提高带动毛利率提升。**2020 年，在“以客户为中心”的方针指导下，公司通过在部分地区开设直营办公室，以缩短供应链环节，2020 年直销占比达到 55.5%，使公司毛利率达到 55.7%，较 2019 年同期增加 0.4 pct。未来公司将进一步提升直销比例，以提高品牌知名度和产品定位。

**专注研发投入，持续新品迭代把握市场趋势。**2020 年公司研发费用达 0.11 亿美元（+4.65%）；研发费用率达 6.76%，较 19 年增加 0.7pct。在持续研发投入支持下，2020 年公司推出 4 款新品，包括（1）Opus Plasma，北美市场首款等离子肌肤修复技术产品；（2）Harmony XL PRO 特别版，应用全新的手具，提供升级嫩肤体验；（3）Derma Clear，水合磨皮平台，用于皮肤深度清洁、滋养及保湿，满足日益增长的高效的皮肤护理需求；（4）Alma Hybrid，同类产品第一款也是唯一一款结合三种核心能量源（包括 CO2 激光、1570nm 激光和 Alma 专利的强效超声波），实现出色嫩肤及疤痕修复效果的能量源医美设备，且大幅缩短了治疗恢复期。同时，公司在 2020 年中已开展 30 项临床和临床前研究，储备未来产品管线。

**疫情下加速数字化升级。**全球疫情背景下，对于全球化运营的复锐医疗科技也形成了一定冲击。公司业务加速基础设施的数字化升级，包括新园区转迁、新的云信息技术系统投入使用、数字化升级项目等。2020 年，公司新设“Alma Studio”直播间，举办全球网络研讨会、销售会议和产品发布会等一系列活动，如 Alma Hybrid 设备全球首发直播。通过数字化升级，公司打破物理空间和时间的局限，实现更高效的全球运营和合作。

**围绕美丽健康生态，挖掘外延协同增长机会。**通过与 IBSA Derma 的合作，代理其 Prophilos 提升针产品——第一个用于治疗皮肤松弛症的无 BDDE 稳定化注射用透明质酸产品，公司注射填充类产品收入实现同比 34.2% 的增长，达 426 万美元。此外，公司还投资了复星医药旗下基金孵化的初创企业天津星魅，以进一步布局注射填充领域。天津星魅已与 Raziell Therapeutics 签署许可协议，Raziell 授权天津星魅在中国（含港澳台地区）独家开发和商业化该区域内第一款注射类溶脂产品 RZL012。未来，公司将进一步探索美容牙科和家用个人护理产品线，完善美丽健康生态布局。

**展望医美黄金时代下的全球化成长。**在中国和北美两大市场的强劲增长支撑下，公

司指引 2021 年上半年收入同比增长预计超 40%，即将超 1 亿美元，回到高增长轨道。公司将在 2021 年继续锐意进取，定位于美丽健康生态的全球龙头企业，建议关注。

风险提示：疫情反复影响全球经营；新品推出不及预期风险等。

### 华宝国际：疫后稳步恢复，静待 HNB 政策落地

**事件：**3 月 19 日晚，华宝国际发布 2020 年度业绩。2020 年全年实现营收 38.54 亿元（-9.1%），实现归母净利润 4.18 亿元（-62.4%）；若扣除因嘉豪产生的商誉减值 4.95 亿元，则归母净利润约 9.14 亿元，同比下降 17.8%。其中，下半年逐步复苏，20H2 实现营收 21.38 亿元，同比仅下降 1.5%，环比 H1 增长 23.6%；而净利润达 4.64 亿元，同比下降 26.6%，环比由负转正。

**香精业务略有下滑，日用香精迅速成长。**2020 年公司香精业务实现营收约 20.85 亿元（-3.6%），占比 54.1%；EBIT 12.59 亿元（-2.2%），EBIT 率达 60.4%，同比增加 0.9 pct。其中得益于新客户的开拓和新产品的推出，日用香精增长明显。未来将继续开发微胶囊香精，打开日用市场。

**烟用原料业务，行业竞争加剧，再造烟叶需求下滑。**2020 年公司烟用原料业务实现营收 6.22 亿元（-17.6%），占比 16.1%；EBIT 2.5 亿元（-19.8%），EBIT 率达 40.2%，同比下降 1.0 pct。受疫情影响，海外客户的订单有所延迟，再造烟叶及烟用胶囊需求均有所下滑，同时烟用胶囊的售价进一步下探；同时国内烟叶使用量上升也削弱了再造烟叶的需求。

**香原料业务销售结构变化，下半年实现正增长。**2020 年香原料业务实现营收 6.39 亿元（+2.9%），主要得益于下半年产品结构变化实现的收入增长，20H2 香原料业务实现营收 3.25 亿元，同比增长 26.3%。疫情中，欧洲因制作防疫物资，而对山苍子油提取物需求上升，同时呋喃酮和酯类产品也以优质品质而有需求的增长。

**调味品轻装上阵，展望疫后餐饮恢复。**疫情中餐饮行业受到直接冲击，使上游的调味品需求下降，公司调味品业务实现营收 5.03 亿元（-28.2%），下半年有所恢复，20H2 实现营收 3.25 亿元（+0.3%），同比基本持平。上半年计提 4.95 亿元商誉后，调味品板块有望随疫后餐饮整体恢复而继续成长。

**深入布局 HNB，静待政策落地。**为因为传统卷烟市场对再造烟叶的需求下滑，公司积极深入布局 HNB 产品开发，公司已在 HNB 原材料产品开发和工艺研究方面取得相关专利，同时正筹备在东南亚地区建造 HNB 再造烟叶工厂。随着部分中烟子公司陆续开设 HNB 线下体验店，提升消费者认知，未来 HNB 产品有望迎来快速发展机遇。

风险提示：政策不确定性风险；成本上升风险等。

表 3: 华宝国际 2020 年业务板块经营数据拆分

单位: 百万元	2018 年 9 个月	2019	2020	19H1	19H2	20H1	20H2
<b>营业收入</b>	<b>3,058.71</b>	<b>4,241.04</b>	<b>3,854.06</b>	<b>2,069.32</b>	<b>2,171.72</b>	<b>1,715.71</b>	<b>2,138.35</b>
yoy		38.7%	-9.1%	-	-	-17.1%	-1.5%
<b>毛利</b>	<b>1,949.81</b>	<b>2,745.41</b>	<b>2,442.41</b>	<b>1,310.46</b>	<b>1,434.95</b>	<b>1,088.70</b>	<b>1,353.71</b>
毛利率	63.7%	64.7%	63.4%	63.3%	66.1%	63.5%	63.3%
<b>归母净利润</b>	<b>1,017.96</b>	<b>1,112.00</b>	<b>418.40</b>	<b>480.29</b>	<b>631.72</b>	<b>-45.43</b>	<b>463.83</b>
yoy		9.2%	-62.4%			-109.5%	-26.6%
归母净利率	33.3%	26.2%	10.9%	23.2%	29.1%	-2.6%	21.7%
<b>按业务板块</b>							
<b>香精板块</b>	<b>1,664.40</b>	<b>2,163.93</b>	<b>2,085.03</b>	<b>967.41</b>	<b>1,196.52</b>	<b>931.13</b>	<b>1,153.90</b>
yoy		30.0%	-3.6%			-3.8%	-3.6%
收入占比	54.4%	51.0%	54.1%	46.8%	55.1%	54.3%	54.0%
EBIT	952.54	1,287.74	1,258.78	581.09	706.65	581.88	676.90
EBIT 率	57.2%	59.5%	60.4%	60.1%	59.1%	62.5%	58.7%
<b>烟用原料</b>	<b>714.66</b>	<b>754.42</b>	<b>621.61</b>	<b>366.11</b>	<b>388.32</b>	<b>303.39</b>	<b>318.22</b>
yoy		5.6%	-17.6%			-17.1%	-18.1%
收入占比	23.4%	17.8%	16.1%	17.7%	17.9%	17.7%	14.9%
EBIT	325.09	311.05	249.61	132.07	178.98	115.14	134.47
EBIT 率	45.5%	41.2%	40.2%	36.1%	46.1%	38.0%	42.3%
<b>香原料板块</b>	<b>508.66</b>	<b>625.88</b>	<b>638.70</b>	<b>359.45</b>	<b>266.43</b>	<b>302.27</b>	<b>336.43</b>
yoy		23.0%	2.0%			-15.9%	26.3%
收入占比	16.6%	14.8%	16.6%	17.4%	12.3%	17.6%	15.7%
EBIT	57.41	82.12	47.91	63.57	18.55	38.82	9.09
EBIT 率	11.3%	13.1%	7.5%	17.7%	7.0%	12.8%	2.7%
<b>调味料板块</b>	<b>170.98</b>	<b>700.47</b>	<b>502.75</b>	<b>376.14</b>	<b>324.33</b>	<b>177.34</b>	<b>325.41</b>
yoy		309.7%	-28.2%			-52.9%	0.3%
收入占比	5.6%	16.5%	13.0%	18.2%	14.9%	10.3%	15.2%
EBIT	23.45	144.82	-432.49	103.70	41.12	-525.38	92.89
EBIT 率	13.7%	20.7%	-86.0%	27.6%	12.7%	-296.2%	28.5%

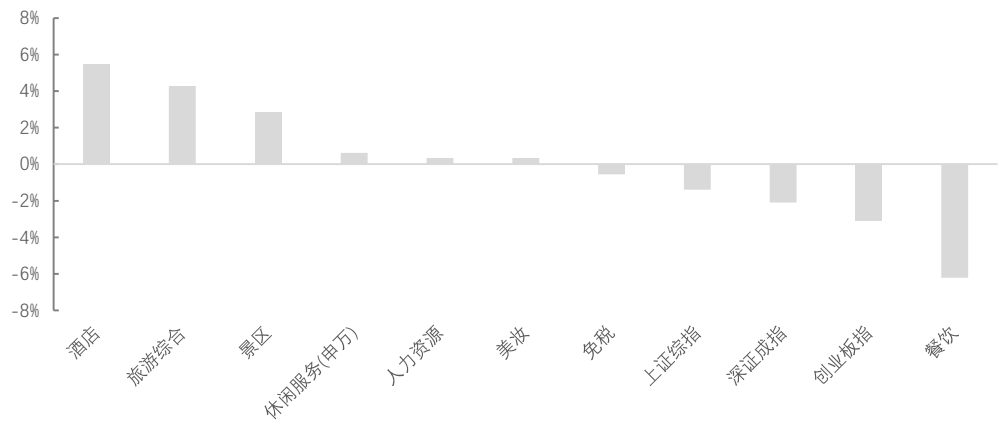
数据来源: 华宝国际公告, 东吴证券研究所

#### 4. 板块涨跌回顾

在美债收益率继续攀升等外围影响下，市场继续震荡。上证综指本周下跌 1.40%，收于 3,404.66 点。深证成指本周下跌 2.09%，收于 13,606.00 点。创业板指本周下跌 3.09%，收于 2,671.52 点。而在疫苗顺利推进和清明五一假期预订火爆的背景下，社服板块（申万）逆势上涨，本周上涨 0.62%。

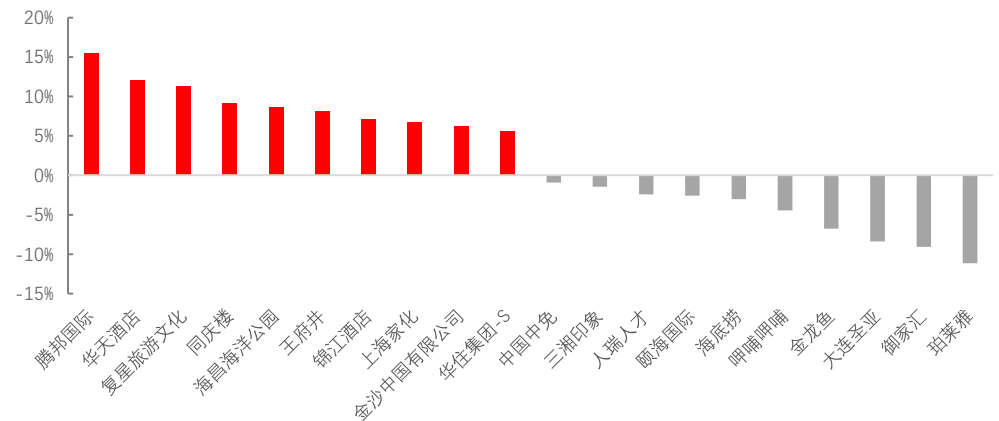
重点跟踪细分板块中因疫苗推进和假期预订火爆，带动酒店、旅游综合、和景区版块分别上涨 5.46%、4.28%和 2.84%。个股方面，出境游标的腾邦国际涨超 15%；华天酒店、锦江酒店、华住集团-S 分别上涨 12.04%、7.11%和 5.61%；重回港股通的复星旅游文化继续上涨 11.25%。而高估值标的则继续回调，珀莱雅、御家汇、金龙鱼、呷哺呷哺、海底捞等分别下跌 11.14%、9.09%、6.76%、4.44%和 3.04%。

图 7: 本周市场涨跌幅



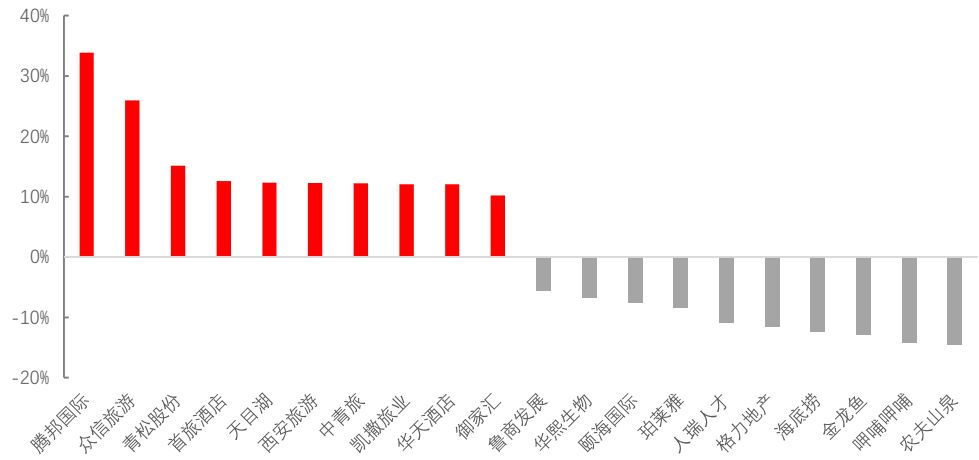
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 板块单周涨跌幅前十的股票



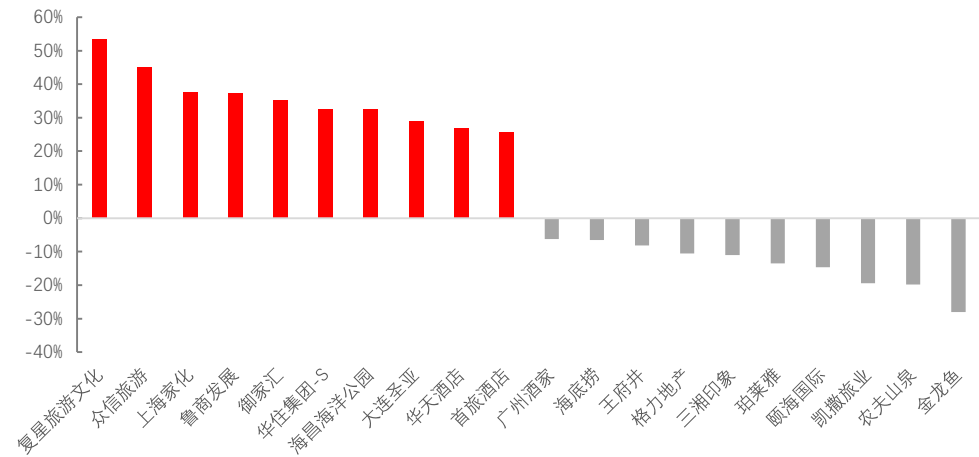
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 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 10: 板块年度涨跌幅前十的股票



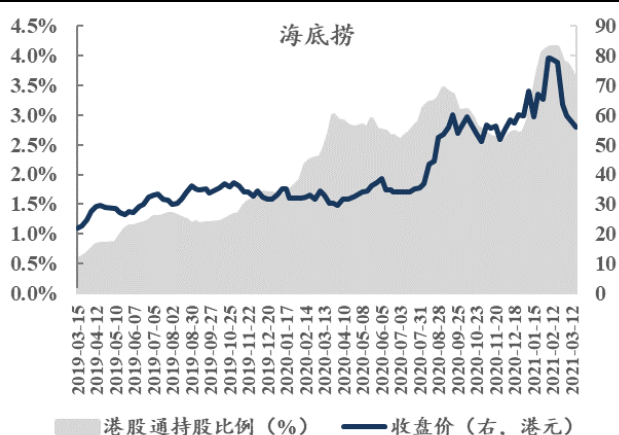
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 为 2021 年全年涨跌幅

## 5. 港股通热门标的追踪

本周港股市场企稳，港股通持股比例有所回升。本周海底捞和颐海国际股价继续下跌3%和2.6%，港股通持股比例也分别下降0.28pct和0.08pct，分别达3.44%和13.79%；而九毛九港股通持股比例有所回升，达12.36%，近上周提升0.08pct；而估值相对较低的呷哺呷哺则获更多南下资金进入，港股通持股比例上升0.77pct，达18.89%。农夫山泉港股通持股比例上升0.16pct，达2.04%；美团港股通持股比例继续下降0.23pct，为7.57%；而在“315”过去后，思摩尔国际港股通比例上升0.22pct，达到8.77%。

图 11: 海底捞港股通持股比例与股价变化



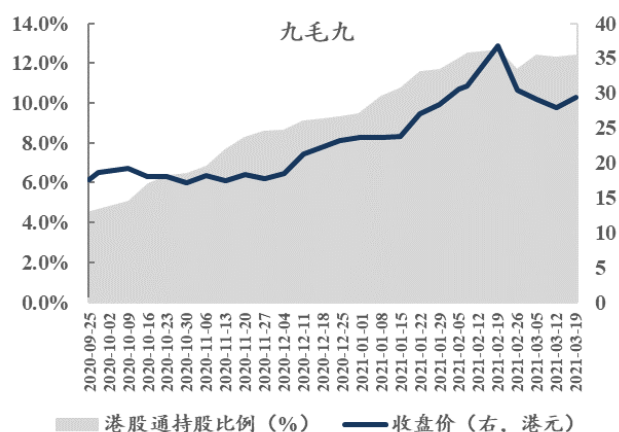
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 颐海国际港股通持股比例变化



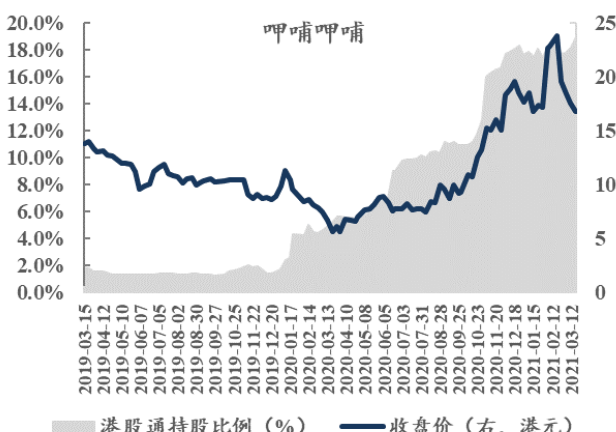
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 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

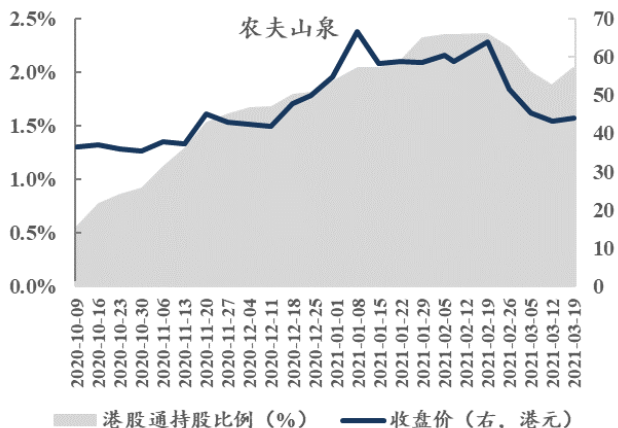
图 14: 呷哺呷哺港股通持股比例变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

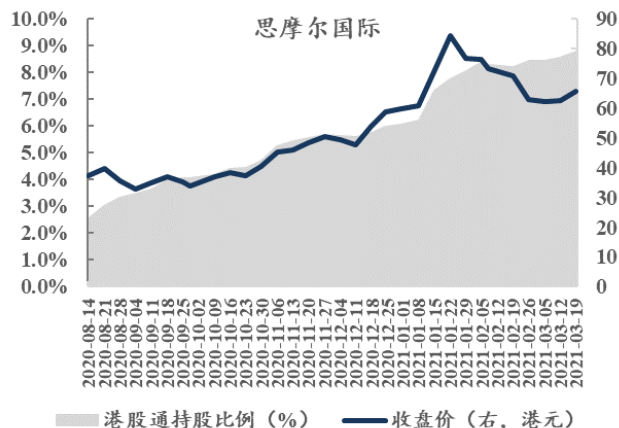


图 15: 农夫山泉港股通持股比例与股价变化



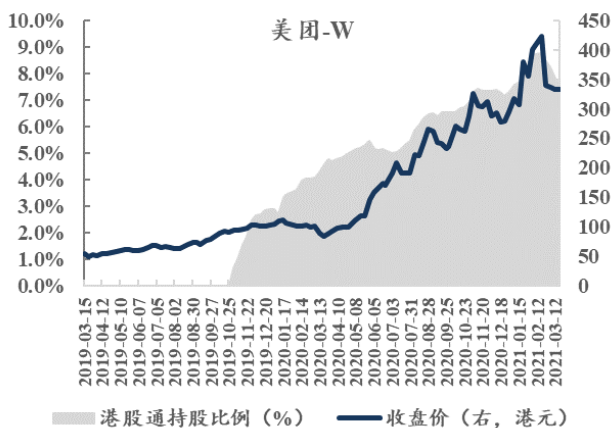
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 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 17: 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

### 中国中免（601888.SH）关于全资孙公司对外投资的公告

为充分把握海南自由贸易港发展的新机遇，完善公司在海南市场的免税业务布局，公司全资孙公司海南投资公司拟投资 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设，致力于将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。

### 锦江酒店（600754.SZ）关于股东减持股份结果公告

公司股东弘毅投资基金基于自身财务安排，计划自 2020 年 8 月 21 日减持计划公告披露之日起 15 个交易日之后 6 个月通过证券交易所集中竞价交易、大宗交易等方式减持股份不超过 46.7 百万股，即不超过本公司总股本的 4.87%。

### 百胜中国（9987.HK）关于收购圣农 5%股权的公告

圣农作为中国最大的白羽肉鸡生产商，同时也是公司最大的禽肉类供应商，一直以来都是公司的长期业务伙伴。为加强百胜中国的供应链保障，并深化与圣农在产品开发和创新等领域的合作，公司已收购圣农 5% 股权。

### 上海家化（600315.SH）关于发布环境、社会、治理（ESG）中长期战略规划纲要的公告

公司于 2021 年 3 月 17 日通过了《上海家化联合股份有限公司 ESG 中长期战略规划纲要》，主要内容包括绿色低碳、社会责任、公司治理等方面；公司还将于 3 月 18 日上午 9:30 采用线上形式召开“致美·致未来—2021 上海家化战略发布会”。

### 奥园美谷（000615.SZ）关于现金收购浙江连天美企业管理有限公司 55%股权暨关联交易的公告

公司与盛妆医美于广州共同签署协议，拟以现金方式收购盛妆医美持有的浙江连天美企业管理有限公司的 55% 股权。本此交易评估机构出具的连天美 100% 股权评估值为 13.51 亿元，经交易双方协商确定的交易价格为 6.97 亿元。

### 奥园美谷 (000615.SZ) 奥园美谷科技股份有限公司 2021 年股票期权激励计划

公司此次激励计划拟向激励对象授予股票期权总计 1820 万份, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 2.33%。本激励计划拟向激励对象授予股票期权总计 1820 万份, 约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 2.33%。本激励计划股票期权的行权价格为 12.62 元/份, 拟授予股票期权的激励对象人数为 14 人, 为公告时在任职的董事、高级管理人员、核心管理人员。

### 人瑞人才 (06919.HK) 关于业务数据更新的公告

本集团 2021 年 2 月灵活用工人数较 2021 年 1 月减少 2015 人至 34,123 人, 环比减少 5.6%; 该数据相比 2020 年 2 月 29 日水平同比增加 10,223 人, 增长 42.8%。

### 西安旅游 (000611.SZ) 2020 年年度报告

新冠疫情以来, 公司快速响应, 依据实际情况逐步推动企业有序复工复产。报告期内公司通过渭水园股权转让等措施盘活企业存量资产, 提高资产使用效率; 并通过推动智慧化建设实现数据共享与整合, 从而确保 2020 年公司总体实现扭亏为盈。公司 2020 年营业收入为 299,367,471.17 元, 同比降低 65.35%; 归母净利润 37,576,277.91 元, 同比增长 224.42%。

### 西安旅游 (000611.SZ) 关于 2020 年度利润分配预案的公告

公司以目前股本 2.3 亿股为基数, 向全体股东按每 10 股派发现金股利人民币 0.12 元(含税)。本次利润分配预案尚需提交公司 2020 年年度股东大会审议通过后方可实施。

### 桂林旅游 (000978.SZ) 关于延期披露 2020 年年度报告的提示性公告

由于公司特别是部分参控股子公司财务数据的审核复核工作量较大, 年报相关编制工作仍在进行中。经公司向深圳证券交易所申请并获同意, 预计公司原定于 3 月 26 日披露的 2020 年年度报告延期至 2021 年 4 月 24 日披露。

**凯撒旅业（000796.SZ）关于公司股东重大事项的提示性公告**

公司获悉包含股东海航旅游及海航航空集团等企业因与海航集团之间存在高度关联性被一同纳入海航集团破产重整案，并进行实质合并重整。

**美高梅中国（02282.HK）授出购股权公告**

公司董事会宣布采纳 2017 年 5 月 24 日经本公司股东修订的购股权计划，向本公司一合资格人士授出合共 20 万份购股权，购股权可认购本公司股本中每股面值 1 港元的股份。

**华天酒店（000428.SZ）关于控股子公司资产第二次司法拍卖的提示性公告**

公司获悉控股子公司北京浩搏破产管理人天职国际将于 2021 年 3 月 30 日 10 时至 2021 年 3 月 31 日 10 时止在淘宝网-阿里拍卖对北京金方商贸大厦在建工程进行第二次公开拍卖。

**三特索道（002159.SZ）关于与北京起重运输机械设计研究院有限公司签订战略合作协议的公告**

公司为持续提升索道相关技术创新，与北起院近期签署了《战略合作协议》构建全面战略合作关系。该《战略合作协议》为框架性协议，具体的实施内容和进度尚存在不确定性。

**桂林旅游（000978.SZ）关于诉讼判决公告**

本公司自然人股东舒峥就公司 2020 年第二次临时股东大会决议提起诉讼，2021 年 3 月 17 日公司收到象山区法院的《民事判决书》，法院认为原告请求撤销该股东大会的决议依据不足，因此不予支持。

## 7. 近期公司股东大会及解禁提醒

表 4: 近期股东大会

序号	代码	名称	会议日期	会议类型
1	300740.SZ	御家汇	2021/3/24	临时股东大会
2	002033.SZ	丽江股份	2021/3/29	股东大会
3	603983.SH	丸美股份	2021/3/29	临时股东大会
4	000428.SZ	华天酒店	2021/3/30	临时股东大会
5	600593.SH	大连圣亚	2021/4/2	临时股东大会

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 5: 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	300896.SZ	爱美客	2021/3/29	256.72	273.58	21,636.00	21.64	首发一般股份, 首发机构配售股份
2	300999.SZ	金龙鱼	2021/4/15	2,277.31	203.19	542,159.15	6.58	首发一般股份, 首发机构配售股份
3	300132.SZ	青松股份	2021/5/28	1,875.27	91.13	51,658.09	89.07	定向增发机构配售股份

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 6: 公司估值表 (基于 2021 年 3 月 19 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	
<b>免税</b>								
中国中免	5,985.51	4,628.99	5,028.00	9,441.00	129.30	119.04	63.40	8.54%
格力地产	119.13	526.28	727.00	1,447.00	22.64	16.39	8.23	-10.53%
王府井	232.33	961.34	415.63	977.84	24.17	55.90	23.76	-8.13%
<b>餐饮</b>								
颐海国际	861.78	718.63	930.00	1,249.00	119.92	92.66	69.00	-14.61%
海底捞	2,479.07	2,344.71	945.00	5,333.00	105.73	262.34	46.49	-6.53%
九毛九	357.58	164.41	103.00	425.00	217.49	347.17	84.14	24.36%
百胜中国-S	1,665.26	713.00	-	5,520.55	233.56	-	30.16	6.83%
广州酒家	146.65	384.13	432.00	574.00	38.18	33.95	25.55	-6.27%
呷哺呷哺	152.85	288.10	12.91	532.91	53.06	1,183.60	28.68	-4.98%
巴比食品	81.29	154.72	144.33	195.27	52.54	56.33	41.63	-13.19%
西安饮食	22.31	-47.15	-	-	-47.31	-	-	4.44%
全聚德	32.70	44.63	-	-	73.27	-	-	5.16%
同庆楼	47.46	197.59	172.04	233.71	24.02	27.59	20.31	-0.34%
海天味业	4,927.09	5,353.19	6,352.63	7,523.35	92.04	77.56	65.49	-24.18%
农夫山泉	4,148.08	4,948.57	5,178.00	6,223.00	83.82	80.11	66.66	-19.85%
金龙鱼	4,224.50	5,408.03	7,167.00	8,102.00	78.12	58.94	52.14	-28.06%
<b>美妆</b>								
珀莱雅	363.02	392.68	476.00	600.00	92.45	76.26	60.50	1.40%
爱美客	948.38	305.52	408.00	692.00	310.41	232.45	137.05	20.45%
华熙生物	720.53	585.61	681.00	792.00	123.04	105.80	90.98	2.51%
丸美股份	203.76	514.89	532.00	613.00	39.57	38.30	33.24	-2.87%
上海家化	309.09	557.09	430.20	466.00	55.48	71.85	66.33	31.27%
青松股份	104.09	453.16	564.00	662.00	22.97	18.46	15.72	7.24%
鲁商发展	119.08	162.06	494.24	645.61	73.48	24.09	18.44	38.50%
御家汇	92.08	130.72	-	214.63	70.44	-	42.90	23.76%
朗姿股份	135.39	210.45	-	227.23	64.33	-	59.58	24.24%
复锐医疗科技	22.24	20.79	13.34	-	106.99	166.66	-	81.27%
<b>新消费</b>								
泡泡玛特	806.18	451.12	588.59	1,152.45	178.71	136.97	69.95	-15.67%
思摩尔国际	3,263.40	2,173.79	2,914.84	5,558.19	150.12	111.96	58.71	9.52%
名创优品	468.39	969.00	870.00	1,391.00	-	-	-	-10.31%
豪悦护理	154.85	315.32	-	692.05	49.11	-	22.38	-23.72%

豫园股份	394.56	3,208.21	3,659.13	4,136.72	12.30	10.78	9.54	14.29%
雾芯科技	1967.75	47.75	719.00	1,975.00	-	-	-	-34.06%
<b>酒店</b>								
首旅酒店	<b>263.52</b>	<b>884.97</b>	<b>130.00</b>	<b>901.00</b>	<b>29.78</b>	<b>202.71</b>	<b>29.25</b>	<b>25.73%</b>
锦江酒店	<b>497.65</b>	<b>1,092.50</b>	<b>528.00</b>	<b>1,177.00</b>	<b>45.55</b>	<b>94.25</b>	<b>42.28</b>	<b>0.82%</b>
华住集团	1,233.21	1,769.00	-2,244.69	2,180.13	69.71	-54.94	56.57	32.66%
华天酒店	34.13	50.23	-	-	67.95			26.89%
岭南控股	55.69	259.20	-164.00	123.00	21.49	-33.96	45.28	5.06%
西安旅游	24.05	-30.20	-	-	-79.64			22.41%
金陵饭店	23.67	75.29	46.00	108.00	31.44	51.46	21.92	-0.13%
<b>景区</b>								
宋城演艺	<b>550.13</b>	<b>1,339.79</b>	<b>141.00</b>	<b>1,402.00</b>	<b>41.06</b>	<b>390.16</b>	<b>39.24</b>	<b>18.74%</b>
天目湖	<b>36.13</b>	<b>123.71</b>	<b>39.00</b>	<b>134.00</b>	<b>29.21</b>	<b>92.64</b>	<b>26.96</b>	<b>22.29%</b>
中青旅	<b>92.58</b>	<b>568.16</b>	<b>-111.00</b>	<b>528.00</b>	<b>16.29</b>	<b>-83.40</b>	<b>17.53</b>	<b>24.66%</b>
复星旅游文化	131.14	608.72	-2,130.09	359.33	21.54	-6.16	36.49	53.45%
黄山旅游	81.98	340.19	40.84	341.60	24.10	200.72	24.00	25.17%
峨眉山 A	34.51	226.18	-33.67	187.33	15.26	-102.51	18.42	9.17%
长白山	22.83	75.26	-	-	30.33			8.22%
张家界	22.71	11.06	-	-	205.41			16.15%
三湘印象	49.62	282.09	310.00	395.00	17.59	16.01	12.56	-10.99%
桂林旅游	17.93	55.02	-238.00	64.00	32.59	-7.53	28.02	9.93%
大连圣亚	31.07	41.76	-	-	74.39			28.98%
海昌海洋公园	21.12	25.08	-	-	84.23			32.63%
丽江旅游	40.99	203.48	-	169.00	20.15		24.26	16.56%
云南旅游	58.22	94.70	-	-	61.47			21.56%
九华旅游	24.36	117.02	-	-	20.82			13.45%
<b>旅游综合</b>								
众信旅游	<b>68.15</b>	<b>68.61</b>	<b>13.00</b>	<b>106.00</b>	<b>99.33</b>	<b>524.24</b>	<b>64.29</b>	<b>45.17%</b>
同程艺龙	304.23	688.10	422.67	735.50	44.21	71.98	41.36	10.40%
携程网	-	7,011.00	-4,554.20	925.84	-	-	-	24.22%
凯撒旅业	86.48	125.65	-248.30	268.62	68.83	-34.83	32.20	-19.39%
三特索道	21.26	11.41	61.50	61.00	186.38	34.57	34.85	0.17%
腾邦国际	27.56	-1,575.98	-	-	-1.75			7.71%
曲江文旅	15.10	45.03	-	-	33.54			-1.96%
西藏旅游	23.85	20.84	-	-	114.45			19.57%
<b>人力资源</b>								
科锐国际	96.58	152.24	-	237.35	63.44		40.69	-2.37%

人瑞人才	37.25	-779.83	160.00	244.25	-4.78	23.28	15.25	12.03%
强生控股	85.53	93.26	-54.92	67.07	91.71	-155.74	127.53	-7.94%
<b>博彩</b>								
银河娱乐	2,610.91	13,041.55	-	6,037.48	20.02		43.24	18.84%
永利澳门	694.76	5,056.66	-5,930.35	-229.01	13.74	-11.72	-303.37	22.27%
金沙中国	2,679.09	2,033.00	-	4,836.02	131.78		55.40	16.01%
新濠国际	212.45	689.77	-	-	30.80			10.88%
美高梅	452.10	1,931.23	-	241.00	23.41		187.59	6.31%
澳博控股	490.54	3,207.30	-	-1,007.88	15.29		-48.67	18.80%

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>

