

商社行业：海南持续释放免税支持政策，美国开放边境推动国际客流复苏

2021年11月15日

看好/维持

商贸&社服 行业报告

本周核心观点：

疫情防控常态化，但在疫苗接种率提升、全球疫情缓解和药物有效性提升背景下，部分地区有望实现现阶段边境开放，推动国际旅游业复苏。美国于今年11月8日起对中国、巴西等30多个国家开放国境，已完成接种疫苗的旅客入境后将无需隔离，美驻华大使馆也于11月9日恢复非移民签证面谈，这是疫情爆发以来，美国边境关闭长达19个月后的重新开放。此外，德国、加拿大、法国、英国、澳大利亚等国家也相继对完成疫苗接种人员开放边境并免除隔离。国际卫生组织近期也释放出疫情有望在2022年结束的信号，叠加默沙东Molnupiravir、辉瑞Paxlovid等新冠特效药面世，国际人员流动性有望进一步提升。我们认为，冬奥会后我国也有望在一定条件下部分开放边境，国内酒旅业有望迎边际利好，但考虑到国内更好的防疫成果，国人出境旅游信心恢复仍需一定时间。此外，境外酒店业有望进一步复苏，关注具有全球布局的酒店集团，如锦江、华住有望逐渐摆脱境外业务对公司的拖累，实现业绩的边际改善。

海南省政府出台《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》指出，到2025年，国际旅游消费中心将基本建成，吸引境外就医回流50万人次，吸引国际教育消费300亿元、回流5万人，离岛免税品贸易实现倍增。同时，海南省持续落实免税相关配套措施：新增离岛免税城市和免税店，推动多个免税店建成和改扩建；统筹离岛免税商品提货点建设以提升购物体验，实现提货窗口统一、监管统一、客服统一；构建离岛免税、岛内居民日用消费品免税、跨境电商三类业态并存的多层次免税购物体系；提高免税经营主体国际采购能力，增强引导境外高端消费回流能力，加大宣传力度，打造海南免税核心竞争力。此外公司层面，近日中国中免港股上市获批，募集资金将用于拓展海外渠道、巩固内地渠道、促进产业链延伸、提升效率等。我们认为，基础设施完善、品类丰富、采购能力提高和适度竞争带来的价格优势将增强离岛免税竞争力。引导免税消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，做大免税蛋糕是大势所趋，叠加政策催化和基础设施不断完善，免税消费潜力有望持续释放。

投资策略：(1) 免税板块，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，叠加政策催化和基础设施完善，消费潜力有望持续释放。(2) 酒店板块，龙头逆势拓店集中度提升，尤其关注具有全球布局的酒店集团，如锦江、华住。

行业复盘：上证综指收于3539.10点，周涨跌幅1.36%；深证成指收于14705.37点，周涨跌幅1.68%；中信消费者服务指数收于11208.00点，周涨跌幅-0.04%；中信商贸零售指数收于3954.11点，周涨跌幅0.09%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：酒店12.9%、景点7.1%、餐饮5.7%、其他休闲服务-0.6%、旅游综合-2.34%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：一般物业经营5.81%、贸易2.26%、超市0.23%、百货0.07%、专业连锁-0.62%、多业态零售-0.9%、专业市场-1.65%。

重点报告关注：

- 《中国中免：短期业绩受疫情扰动，免税龙头长期空间广阔》2021-10-31
- 《化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？》2020-12-04
- 《酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？》2021-01-04
- 《高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会》2020-11-17
- 《循迹历史：拥抱灵活用工赛道红利，规模与技术是未来竞争核心》2020-03-05

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、水羊股份

长期推荐：中公教育、广州酒家、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹，经济复苏不及预期，超预期政策。

未来3-6个月行业大事：

2021-11-15 奥园美谷：股东大会召开

2021-11-18 唯品会：三季报预计披露

2021-11-23 周大福：中报预计披露

2021-11-24 新氧：三季报预计披露

行业基本资料

占比%

股票家数	44	0.9%
行业市值(亿元)	13596.04	0.74%
流通市值(亿元)	12915.25	0.94%
行业平均市盈率	99.57	/

行业指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

研究助理：魏宇萌

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

1. 本周重点关注

疫情防控常态化，但在疫苗接种率提升、全球疫情缓解和药物有效性提升背景下，部分地区有望实现分阶段边境开放，推动国际旅游业复苏。美国已于 2021 年 11 月 8 号起对中国、印度、巴西等 30 多个国家开放边境，已完成接种疫苗的旅客入境后将无需隔离，美驻华大使馆也已于 11 月 9 日恢复非移民签证面谈，这是自疫情爆发以来，美国边境关闭长达 19 个月后的重新开放。此外，西班牙、德国、印度尼西亚、新西兰、加拿大、新加坡、泰国、法国、英国、澳大利亚等国家也相继对完成疫苗接种的归国公民、国际旅客开放边境并免除隔离。国际卫生组织近期也释放出新冠疫情有望在 2022 年结束的积极信号，叠加默沙东 Molnupiravir、辉瑞 Paxlovid 等新冠特效药面世，国际人员流动性有望进一步提升。我们认为，预计在冬奥会后我国也有望在一定条件下部分开放边境，国内酒旅业有望迎边际利好，但考虑到国内更好的防疫成果，国人出境旅游信心恢复仍需要一定时间。此外，境外酒店业有望进一步复苏，关注具有全球布局的酒店集团，如锦江、华住有望逐渐摆脱境外业务对公司的拖累，实现业绩的边际改善。

海南省政府出台《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》并指出，到 2025 年，国际旅游消费中心将基本建成，通过发展免税购物、国际医疗、国际教育积极承接海外消费回流，到 2025 年，吸引境外就医回流 50 万人次，吸引国际教育消费 300 亿元、回流 5 万人，离岛免税品贸易实现倍增。同时，海南省持续落实免税相关配套支持措施：新增离岛免税城市和免税店，加快推动海口新海港免税城建设，推进海口美兰机场二期免税店、海控全球精品（海口）免税城三期，三亚中服国际免税购物公园二期，深免海口观澜湖免税购物城二期改扩建，进一步提升免税商业设施环境。统筹离岛免税商品提货点建设以提升购物体验，实现提货窗口统一、监管统一、客服统一。构建离岛免税、岛内居民日用消费品免税、跨境电商三类购物业态并存的多层次免税购物体系。提高免税经营主体国际采购能力，增强引导境外高端购物消费回流的能力，打造海南免税核心竞争力。通过促销活动，多业态融合加大宣传力度，打响海南免税“金字招牌”。此外公司层面，近日中国中免港股上市获批，募集资金将用于拓展海外渠道、巩固内地渠道、促进产业链延伸、提升效率等。我们认为，基础设施完善、品类的丰富、采购能力提高和适度竞争带来的价格优势将增强离岛免税竞争力。引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，做大免税蛋糕是大势所趋，叠加政策催化和基础设施的不断完善，免税消费潜力有望持续释放。

投资策略：（1）免税板块，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，叠加政策催化和基础设施完善，消费潜力有望持续释放。（2）酒店板块，龙头逆势拓店集中度提升，尤其关注具有全球布局的酒店集团，如锦江、华住。

2. 细分板块观点追踪

2.1 化妆品和医美

医美方面，监管趋严推动行业规范化发展，长期看好集中度提升。今年医美专项整治、医美贷监管、《医疗美容广告执法指南》相继落地，头部医美机构不断提升经营合规程度的情况下，实际所受影响相对可控，但市场情绪仍然需要释放。我们认为，政策短期或将对行业供需两侧产生一定影响。需求端将受到广告、医美贷相关整治冲击，供给端非正规机构将成为整治重点，行业整体规模可能出现一定萎缩。但长期看，随着非正规机构和产品出清，行业供给端集中度有望加速提升，利好头部机构。同时，监管规范化的过程，也是对

消费者进行合规产品教育的过程，健康有序、信息透明的医美市场，更容易激发群众的消费信心，有望推动行业长期实现良性扩容。我们认为，长期行业的良性扩容将从下游逐渐传导至中上游，考虑到中游产品端和上游原材料端竞争格局更为清晰，建议关注中上游头部企业。

化妆品方面，双十一全网销售额创新高，美妆赛道持续高景气。截止11月12日零点，天猫双11总成交额达5403亿元，较去年增长421亿元；京东双11总成交额3491亿元，较去年增长776亿元。天猫平台上，头部国货护肤品牌保持亮眼表现，11月1日0点开始，薇诺娜仅用时49分钟成交额就以超过去年全天，截止11日24时，薇诺娜销售额在天猫护肤品牌中排名第六，这也是其连续四年进入天猫双十一美妆护肤销售额TOP10。此外，国货品牌逐本在预售2小时内销量已达100万件，预售额近1.3亿元，超过去年同期10倍。彩妆方面，11月1日0点-11日24点，完美日记、花西子进入天猫彩妆品牌销售额TOP10，分别位列第四、第五。京东平台上，美妆品类11日全天成交额同比增长翻倍，其中雅诗兰黛、SK-II、兰蔻等高端大牌整体增长超140%，超400个美妆中小品牌全天成交额同比增长超3倍。自然堂、百雀羚、珀莱雅位列国货品牌top3，京润珍珠、谷雨、溪木源、完子心选、理然等50个国货品牌同比增长均超100%。我们认为，美妆意识觉醒和美妆消费习惯的养成持续拉动行业增长，国货品牌力和产品力的增强叠加民族自信心的提升有望助力国货美妆品牌的销售和发展。美妆品牌持续推进科技赋能产品，提升产品力从而铸就品牌护城河。持续关注国货美妆品牌，尤其是在轻医美和功能性护肤品赛道有布局的国产美妆品牌。

2.2 零售免税

免税方面，海南省政府出台《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》指出，到2025年，国际旅游消费中心将基本建成，通过发展免税购物、国际医疗、国际教育积极承接海外消费回流，到2025年，吸引境外就医回流50万人次，吸引国际教育消费300亿元、回流5万人，离岛免税品贸易实现倍增。同时，海南省持续落实免税相关配套支持措施：新增离岛免税城市和免税店；统筹离岛免税商品提货点建设以提升购物体验；提高免税经营主体国际采购能力，打造海南免税核心竞争力；通过促销活动，多业态融合加大宣传力度，打响海南免税“金字招牌”。宏观经济对消费的影响通常是从下至上的，高收入人群消费能力受影响较小，疫情以来的旅游数据也反应了这一趋势，中高端是当前旅游消费的重要支撑，也同样对应了免税的主要消费人群。随着天气逐渐转凉，海南将迎来旅游旺季，带动离岛免税销售增长。同时，近期国内外都在释放新冠疫情有望在2022年初结束的信号，关注免税商在国内外的布局。此外公司层面，中国中免港股上市获批，募集资金将用于拓展海外渠道、巩固内地渠道、促进产业链延伸、提升效率等。我们认为，基础设施完善、品类的丰富、采购能力提高和适度竞争带来的价格优势将增强离岛免税竞争力。引导免税行业消费回流、促进国内免税市场增量扩容的长期逻辑不变，做大免税蛋糕是大势所趋，叠加政策催化和基础设施的不断完善，免税消费潜力有望持续释放。

珠宝方面，2021年9月限额以上金银珠宝零售总额同比增长20.1%，增速较8月环比提升12.7个百分点，保持亮眼表现。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。

2.3 餐饮旅游

旅游方面，国内疫情出现散点反复，但整体仍然可控，现阶段受散点疫情反弹影响，短途游仍是出行主流，未来随着疫情得到进一步控制，居民积压的长线游需求有望得到释放，从而带动人均旅游支出和旅游总收入的进一步提升。境外方面，疫情防控常态化，但在疫苗接种率提升、全球疫情缓解和药物有效性提升背景下，部分地区有望实现分阶段边境开放，推动国际旅游业复苏。美国于今年11月8日起对中国、巴西等30多

个国家开放国境，已完成接种疫苗的旅客入境后将无需隔离，美驻华大使馆也于 11 月 9 日恢复非移民签证面谈，这是疫情爆发以来，美国边境关闭长达 19 个月后的重新开放。此外，德国、加拿大、法国、英国、澳大利亚等国家也相继对完成疫苗接种人员开放边境并免除隔离。国际卫生组织近期也释放出疫情有望在 2022 年结束的信号，叠加默沙东 Molnupiravir、辉瑞 Paxlovid 等新冠特效药面世，国际人员流动性有望进一步提升。我们认为，冬奥会后我国也有望在一定条件下部分开放边境，国内酒旅业有望迎边际利好，但考虑到国内更好的防疫成果，国人出境旅游信心恢复仍需一定时间。

酒店方面，局部疫情持续扰动，关注境外边境开放对国际酒旅业催化。境内散点疫情爆发期间，市场情绪扰动或阶段性存在，但随着加强针疫苗接种率提高，市场整体仍将保持复苏趋势。疫情对中低收入人群的冲击更大，因此疫情以来，中高端消费整体表现出更强的韧性，成为消费市场的重要支撑。今年清明/五一/十一期间，高星级酒店均表现亮眼，这一趋势符合我们此前对中高端酒店结构性机会的判断，我们预计我国中高端酒店占比将持续扩大并稳定于 44%，对应客房量增长空间达 76-120%，高速增长期仍有至少 3-8 年。此外，近日美国宣布开放边境，国际组织也对疫情明年结束释放积极信号，关注具有全球布局的酒店集团，有望逐渐摆脱境外业务对公司的拖累，实现业绩的提升。

餐饮方面，疫情反复影响下，关注低客单价、高性价比品类，同时理性看待开店与同店表现、现金流的平衡。2021 年 9 月餐饮收入同比增长 3.1%，相较 2019 年同期增长 1.62%，继 8 月短暂冲击后重新恢复增长趋势。疫情对中低收入人群冲击更大，在餐饮选择上，由高客单价（人均 100+）转向低客单价、高性价比类别（人均 100 以下），如西式快餐、拉面等。此外，海底捞宣布将在今年年底前逐步关停 300 家左右客流量相对较低及经营业绩不如预期的海底捞门店，并拟先旧后新配售 1.15 亿股股票，净筹资 23.37 亿港元，用于提升供应链管理能力和银行还债。我们认为，在疫情持续反复背景下，餐饮企业现金流边际趋紧，且餐饮需求大规模爆发的经营拐点尚不明晰，现阶段采取“高基数+快开店”的激进战略，或将加大现金流压力，同时会因分流效应拖累单店表现，需理性看待开店、单店与现金流之间的平衡。

2.4 教育人服

人服方面，政策与市场基础兼备，人力资源服务行业呈现较高景气度。政策方面，国家持续释放积极信号，强调人力资源服务业对于促进社会化就业、更好发挥我国人力资源优势、服务经济社会发展具有重要意义。明确大力支持劳动力市场、人才市场、零工市场建设，更好促进就业扩大和优化人力资源配置。我们认为，就业关系国计民生，当前国家对人服行业发展高度重视，人力资源服务行业发展符合国家人才驱动高质量发展的大方向。市场方面，我国人口基数与结构调整奠定了行业发展的规模与前景。2020 年我国人力资源服务市场当前规模首次突破 2 万亿元，年末人力资源服务机构 4.58 万家（+16%），人力资源服务业从业人员 84.33 万人（+25%），行业持续扩容。中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工行业将进入加速发展阶段。我国人口受教育程度持续提高，叠加经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，人才市场正由人口红利向人才红利转变，这将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中的重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达 2 亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善推动下，这些新型用工模式在我国未来 3-5 年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在 20%以上。

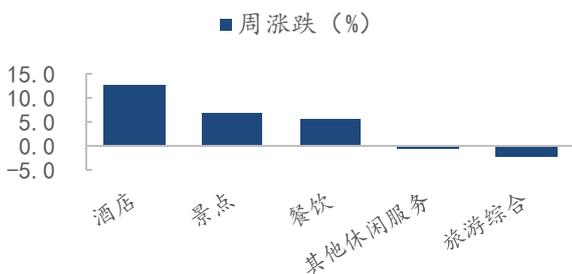
教育方面，政策大力推动职业教育发展。从中考推行 1:1 普职分流，到《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》发布，再到人社部发文强调职业教育与学历教育在就业端的平等，生源入口、教育教学、就业出口多维度政策推进，有望推升职业教育生源数量和质量、社会认可度等，推进优质院校办学质量与办学层次进

进一步提高。未来在政策深化、规范化趋势下，高教行业市场化特征日益显著，民办高校发展重点将从数量向质量转变，聚焦教育品质的提升，板块内部公司将呈现分化，拥有更高办学层次和办学水平的高校集团将更具优势。

3. 市场表现复盘（2021.11.8-2021.11.12）

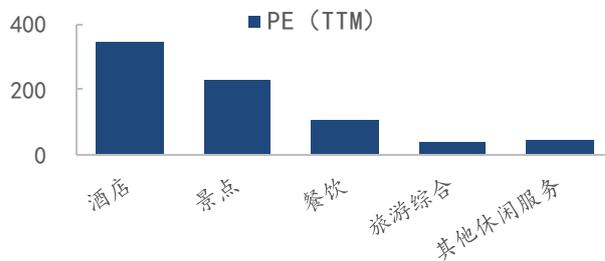
上证综指收于 3539.10 点，周涨跌幅 1.36%；深证成指收于 14705.37 点，周涨跌幅 1.68%；中信消费者服务指数收于 11208.00 点，周涨跌幅-0.04%；中信商贸零售指数收于 3954.11 点，周涨跌幅 0.09%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：酒店 12.87%、景点 7.10%、餐饮 5.70%、其他休闲服务-0.60%、旅游综合-2.34%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：一般物业经营 5.81%、贸易 2.26%、超市 0.23%、百货 0.07%、专业连锁-0.62%、多业态零售-0.90%、专业市场-1.65%。

图1：社会服务子行业涨跌幅



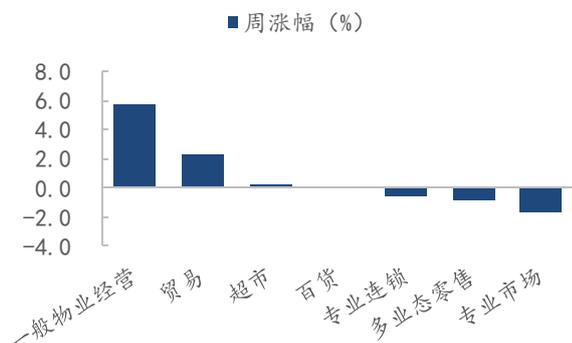
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：社会服务子行业市盈率



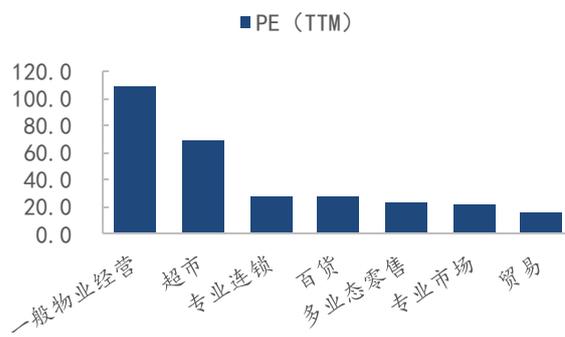
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图3：商贸零售子行业涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

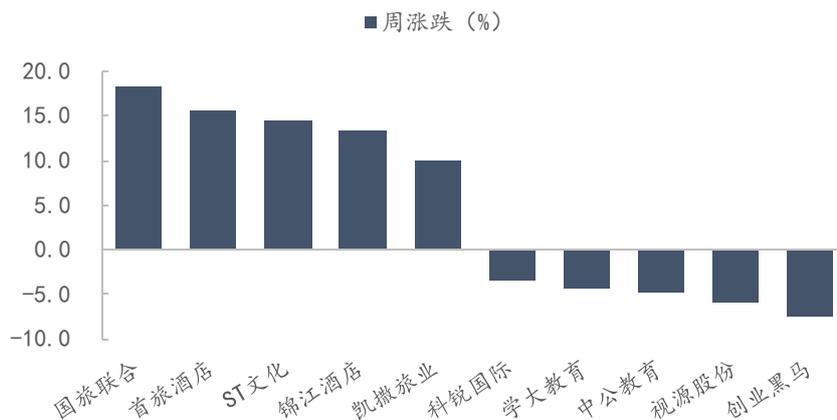
图4：商贸零售子行业市盈率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

社会服务涨跌幅排名前5的公司为：国旅联合 18.23%、首旅酒店 15.61%、ST文化 14.60%、锦江酒店 13.38%、凯撒旅业 10.03%；排名后五位的公司为：科锐国际-3.42%、学大教育-4.27%、中公教育-4.80%、视源股份-5.92%、创业黑马-7.47%。

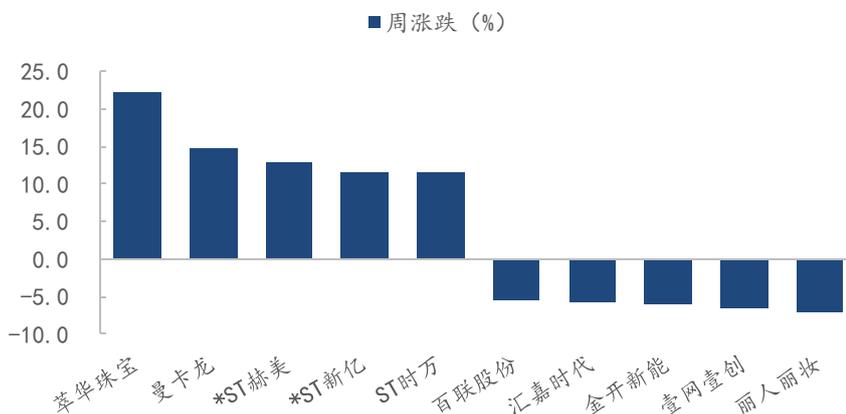
图5：社会服务行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

商贸零售涨跌幅排名前5的公司为：萃华珠宝 22.20%、曼卡龙 14.65%、*ST 赫美 12.76%、*ST 新亿 11.68%、ST 时万 11.57%；涨跌幅排名后5位的公司为：百联股份-5.39%、汇嘉时代-5.66%、金开新能-6.02%、壹网壹创-6.53%、丽人丽妆-7.19%。

图6：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 重点公司追踪

【中国中免】公司收到了中国证监会出具的核准公司发行境外上市外资股的批复，核准公司发行不超过 1.95 亿股的境外上市外资股，发行完成后公司可到港交所主板上市。

【海底捞】拟先旧后新配售 1.15 亿股股票，净筹资 23.37 亿港元，用于提升供应链管理能力和银行还债。

【天虹股份】11月9日，为优化资源配置，聚焦重点战略的发展，公司拟转让全资子公司天虹微喔便利店（深圳）有限公司100%股权。以评估值为参考，挂牌价格为3.1亿元，天虹微喔100%股权在评估基准日2021年6月30日的评估价值为3亿元。

【爱婴室】截至11月9日，茂强投资、戚继伟、谈建彬的减持计划已完成，期间，茂强投资减持公司股份为108.65万股，占总股本的0.77%；戚继伟减持公司股份26万股，占公司总股本的0.18%；谈建彬减持公司股份4.17万股，占公司总股本的0.03%。

【新东方】公司董事长俞敏洪在直播时表示新东方将停止最大业务，接近1500个教学点要退租，课桌椅还要再送至少8万套。俞敏洪透露，新东方未来计划成立一个大型的农业平台，自己将和几百位老师通过直播带货，帮助农产品销售，支持乡村振兴事业。新东方浙江学校与金钥匙国际联盟、杭州天元大厦达成合作。新东方浙江学校表示将在全国开办高端服务业培训班（包括线上、线下），课程主题包括但不限于：酒店服务语言课程、物业服务语言课程、礼仪类服务语言课程等，提升服务业的国际化水平。

【中公教育】11月11日，公司股东王振东补充质押股份0.61万股，占其所持股份的6.55%，占公司总股本的0.98%

【青松股份】为推动公司化妆品业务产业布局，实现公司发展战略目标，公司全资子公司诺斯贝尔化与中山市南头镇人民政府签署了《南头镇工业项目投资协议书》。中山市南头镇人民政府将位于南头镇一块面积为148.3亩的土地使用权提供至诺斯贝尔参与竞拍，用于建设集生产车间、办公及研发大楼、智能仓储、员工生活中心于一体的大型产业园区。诺斯贝尔承诺项目固定资产投资不低于9亿元，达产后年产值达到18亿元，年税收达到9,000万元。

【周大生】公司10月份新增自营门店4家，分别位于西南、华南、华北和华东地区。

5. 投资建议与风险提示

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、水羊股份

长期推荐：中公教育、广州酒家、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹，经济复苏不及预期，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？	2021-01-04
行业深度报告	化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-04
行业深度报告	高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会	2020-11-17
行业深度报告	餐饮行业：疫情强化马太效应，“标签化”品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司深度报告	中教控股（00839）：高教职教并举，并购整合凸显龙头优势	2021-09-27
公司深度报告	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-28
公司深度报告	御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司深度报告	华住集团-S（1179.HK）：三位一体前瞻布局，引领“中国住宿”新未来	2020-12-03
公司深度报告	科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526