



健康旅游开启行业融合新风尚

——餐饮旅游行业深度报告

2016年06月23日

看好/首次

餐饮旅游

深度报告

投资摘要：

健康旅游是一种新型旅游保健方式，它寓休闲于治病，寓保健于休闲。游客能享受到十分便利的医疗照顾以及适合旅客病情的健康美食、保健按摩、水疗等康乐消遣服务，将医疗、美容、健身、娱乐、休闲度假融合为一个整体。

- 健康旅游背后蕴藏巨大商机。近5年，全球健康旅游增长率为9.9%，是世界旅游业增长率的两倍，2017年预计将产生6785亿美元的收入，占世界旅游收入的16%。健康旅游游客可以给目的地市场带来人均约为10000美元的收入。
- 国际医疗资源的分布不均也会促成跨境医疗的兴起。仅2014年，韩国的中国医疗旅游人数就达到了20万，据估计未来我国跨境医疗市场规模将突破100亿美元，成为全球市场新的增长点。预计目前全球医疗旅游市场的年增长率为15%-25%，而增长速度最快的地区是北亚、东南亚和南亚。出境游龙头旅行社凯撒旅游和众信旅游也相继推出高端健康旅游产品。同时，巨大的潜力使得跨境健康旅游服务机构越来越多，它们得到资本的追捧，并且呈现出产业化、平台化的趋势。
- 借力健康产业，旅游业多元发展。国务院常务会议研究部署促进健康服务业的发展，将重点发展健康服务业、健康养老服务和健康保险产品和相关支撑产业。据相关部门预测，到2020年，中国健康服务业的总规模将达到八万亿以上。

中国健康旅游目前约占市场总量的1.8%，随着中国居民医疗保健意识增强，医疗保健支出增长以及旅游消费的升级，增长潜力无穷。中国医疗治疗型旅游、养生型旅游及美容型旅游等健康旅游形式多样。长白山、桂林旅游、峨眉山等依托价格及资源优势显著，在山水养生游及中医药养生游等各细分领域蓄势待发。

投资建议：健康旅游作为现代旅游中的新兴分支，融合当下热门的医疗行业和出境旅游业，能够满足个性化的旅游市场需求。我们梳理出了两大投资逻辑：一是建议关注行业内已涉足或即将涉足健康旅游产业的上市公司；其次建议关注拥有优质健康旅游资源的企业，重点推荐金陵饭店、长白山、桂林旅游、峨眉山A、北部湾旅等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	15A	16E	17E	15A	16E	17E		
金陵饭店	0.17	0.20	0.25	73.29	60.66	49.05	2.65	强烈推荐
长白山	0.38	0.43	0.54	47.15	40.93	33.14	6.68	强烈推荐
峨眉山A	0.37	0.42	0.50	31.63	27.78	23.54	3.42	强烈推荐
北部湾旅	0.33	0.55	0.63	83.03	50.24	43.72	8.79	强烈推荐

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

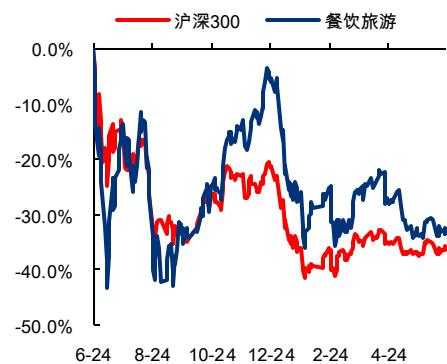
廖雯婷

13922844345

liaowt@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
餐饮	看好	维持
酒店	看好	维持
景区	看好	维持
旅游综合	看好	维持
行业基本资料	占比%	
股票家数	31	1.08%
重点公司家数	-	-
行业市值	4000.19亿元	0.8%
流通市值	2611.35亿元	0.74%
行业平均市盈率	33.79	/
市场平均市盈率	20.14	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《餐饮旅游行业报告：跟着VR去旅行（二）——开启蛋糕搅动机》2016-06-14
- 2、《餐饮旅游行业报告：跟着VR去旅行》2016-05-03
- 3、《餐饮旅游行业报告：国庆黄金周旅游数据点评》2015-10-09
- 4、《餐饮旅游行业报告：《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》公布》2015-08-12

目 录

1. 崛起的健康旅游业	5
1.1 居民消费结构升级，医疗保健意识增强，医疗保健支出增长	6
1.2 健康旅游政策东风频吹	7
1.3 亚健康人口比例上升，老年、高收入人群及女性市场快速扩容	7
2. 出境健康游：健康无国界，跨境优质资源加速流动	9
2.1 特色鲜明的全球健康游	11
2.1.1 泰国：打造 SPA 健康旅游国际品牌	11
2.1.2 韩国：闻名遐迩的医疗美容	12
2.1.3 美国：全球最先进的健康旅游目的地	13
2.2 欣欣向荣的海外医疗旅行中介机构	14
2.2.1 不断优化线下服务的中介机构：优翔国际	14
2.2.2 在线健康旅游平台：春雨国际	15
2.3 出境游旅行社龙头竞相推出健康旅游产品	15
2.3.1 凯撒旅游：跨界高端医疗旅游	16
2.3.2 众信旅游：携手 CMMA 打造赴美高端医疗旅游	16
3. 蓄势待发的中国健康游	17
3.1 “治”模式：“治病+旅游”模式	18
3.1.1 海南博鳌乐城健康旅游先行区	19
3.2 “疗”模式：“养生保健+旅游”模式	20
3.2.1 山水文化养生旅游	21
3.2.2 中医药养生旅游	23
4. 投资策略	24
4.1 重点公司推荐	24
4.1.1 金陵饭店：战略布局健康旅游产业	24
4.1.2 长白山：健康养生产业优势可期	26
4.1.3 峨眉山 A：健康旅游稳步推进	27

插图目录

图 1：健康旅游要素	5
图 2：健康旅游产业链结构图	5
图 3：健康旅游的市场规模和产值	6
图 4：中国医院出院病人均医药费用（元人民币）	6
图 5：中国城镇居民人均医疗保健支出（元人民币）	6
图 6：国家近期对健康旅游的政策支持	7
图 7：亚健康人口比例图	7
图 8：进行健康旅游的人群结构	8

图 9: 中国 65 岁以上老年人人口比例趋势	8
图 10: 中国高端人群健康旅游目的地选择	9
图 11: 中国高端人群健康旅游关注因素	9
图 12: 世界医疗旅游流动图	9
图 13: 出境医疗旅游路径图	11
图 14: 泰国一站式健康主题医疗旅游	12
图 15: 韩国 2013-2020 年健康旅游游客人数及收入	12
图 16: 韩国整形美容旅游一条龙服务	13
图 17: 优翔国际业务简介	14
图 18: 在线海外医疗产品统计	15
图 19: 春雨国际服务流程	15
图 20: 凯撒旅游日本癌症早筛健康旅游产品	16
图 21: 凯撒旅游美国纽约长老会健康旅游产品	16
图 22: 众信旅游旗下高端赴美医疗旅游产品	16
图 23: 中国健康游的国际客源	17
图 24: 中国健康游的国内客源	17
图 25: 中国健康游地区风向标	18
图 26: 海南博鳌乐城健康旅游先行区规划图	19
图 27: 2013 年国际和国内养生客源旅行次数和消费	20
图 28: 中国森林旅游收入（亿元）	21
图 29: 中国森林旅游人次（亿）	21
图 30: 温泉旅游与经济发展水平关系	21
图 31: 中国十大热门温泉	22
图 32: 温泉旅游人数及收入	22
图 33: 温泉产品组合	22
图 34: 金陵饭店主营业务构成	24
图 35: 金陵饭店 07-17 年营业收入及增长率	25
图 36: 金陵饭店 07-17 年归属于母公司净利润及增长率	25
图 37: 长白山主营业务构成	26
图 38: 长白山 09-17 年营业收入及增长率	26
图 39: 长白山 09-17 年归属母公司股东净利润及增长率	26
图 40: 峨眉山 A 主营业务构成	28
图 41: 峨眉山 A 07-17 年营业收入及增长率	28
图 42: 峨眉山 A 07-17 年归属母公司股东及增长率	28

表格目录

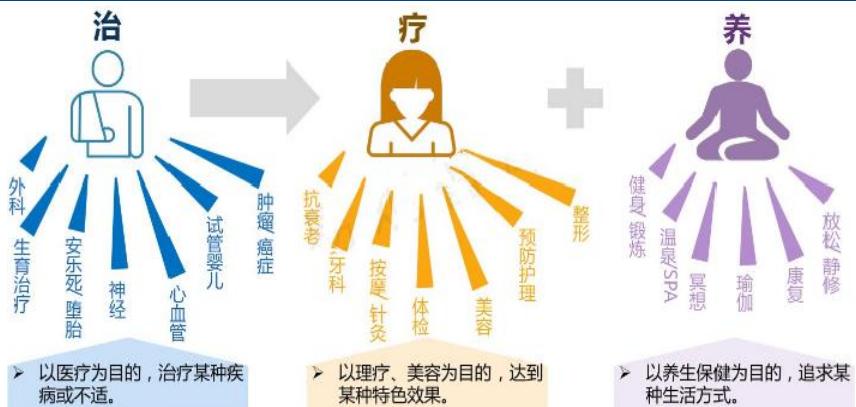
表 3: 国际健康旅游客流产生及扩张的动力因素分析表	10
表 5: 中国疾病治疗型健康旅游发展现状一览表	19

表 6:拥有医疗养生资源的上市公司一览.....	20
表 8:中医药旅游产品特色和服务	23
表 9:金陵饭店主要财务指标	25
表 10:长白山主要财务指标	27
表 11:峨眉山 A 主要财务指标	28

1. 崛起的健康旅游业

健康旅游打破了传统旅游的“吃、住、行、游、娱、购”六要素的旅游格局，让消费者体验到新兴的、丰富内涵的旅游形式。越来越多的患者选择去马来西亚做体检，去泰国做水疗，去韩国美容，去印度做瑜伽，去瑞士戒毒治疗等，大力发展健康旅游已逐渐成为旅游经济的新亮点，也符合人们对健康和幸福的需求和休闲娱乐生活的追求。

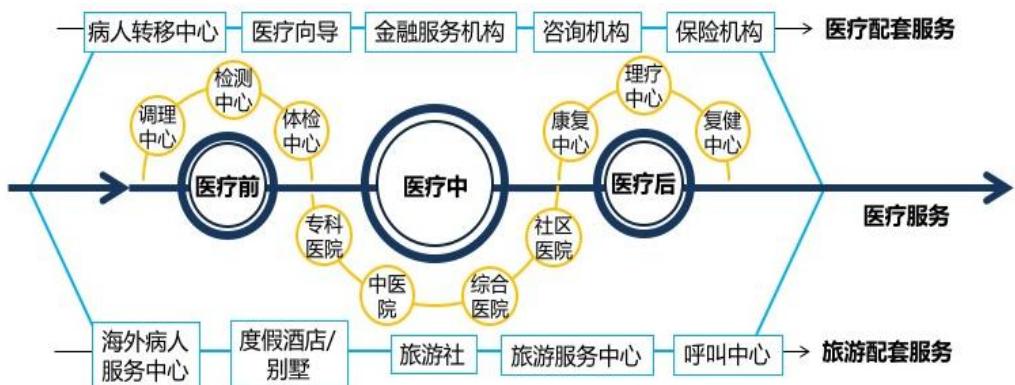
图 1：健康旅游要素



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

与传统旅游项目相比，健康旅游游客的停留时间更长、旅游消费更高，且能有效推动医院、酒店、翻译、交通、旅游景点、购物等相关产业要素的发展。同时健康旅游产业的消费者平均一天消费 360 美元，是普通游客每天花销 140 美元的两倍以上，表明健康旅游产业链带来的收入效应远远大于传统的旅游产业及医疗产业的收入效应。

图 2：健康旅游产业链结构图



资料来源：世联行，东兴证券研究所

目前，世界上有超过 100 个国家和地区开展健康旅游。根据全球水疗和健康峰会上与国际著名的斯坦福研究院联合发布一份研究报告，2013 年全球健康旅游产业规模约为 4386 亿美元，约占全球 14% 的旅游产业总体规模经济。**2017 年预计将产生 6785 亿美元的收入，占世界旅游收入的 16%。**

近 5 年，全球健康旅游增长率为 9.9%，是世界旅游业增速的两倍，健康旅游游客可以给目的地市场带来人均约为 10000 美元的收入，远高于一般的国际游客对目标市场的贡献收入。

图 3: 健康旅游的市场规模和产值



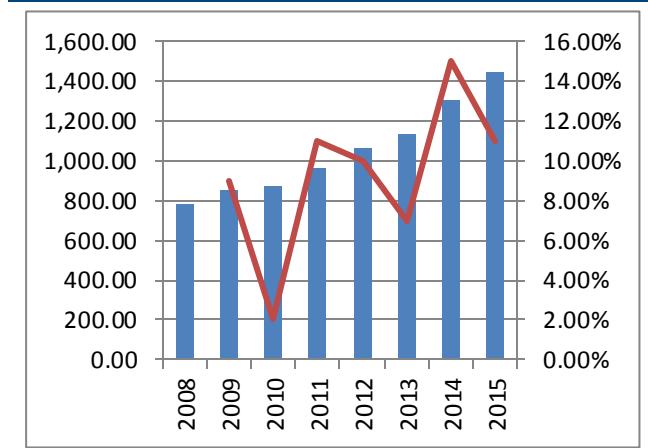
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

1.1 居民消费结构升级，医疗保健意识增强，医疗保健支出增长

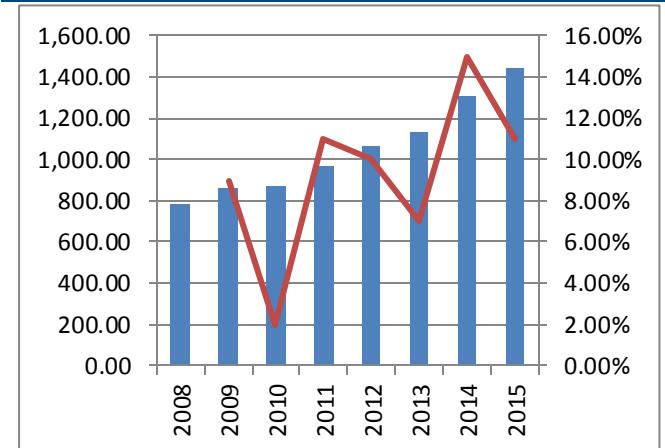
从国内医疗支出状况看，医药费用逐年增加，中国居民医疗保健意识逐渐增强，医疗保健支出正在以每年两位数的增速迅速上升。近 5 年来，我国人均医药费用增速在 5% 以上，截至 2014 医药费用达 7832 元，同比增长 5.2%。我国人均医疗保健支出基本位置在两位数的年增速，截至 2015 年，人均医疗保健支出为 1443 元，同比增长 10.6%。

图 4：中国医院出院病人人均医药费用（元人民币）

图 5：中国城镇居民人均医疗保健支出（元人民币）



资料来源：wind, 东兴证券研究所



资料来源：wind, 东兴证券研究所

1.2 健康旅游政策东风频吹

近几年来，各政府部门也相继出台了《关于加快发展旅游业的意见》、《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》和《关于促进旅游业改革发展的若干意见》等重要政策，未来中国医疗旅游产业或迎来井喷式发展。

图 6:国家近期对健康旅游的政策支持

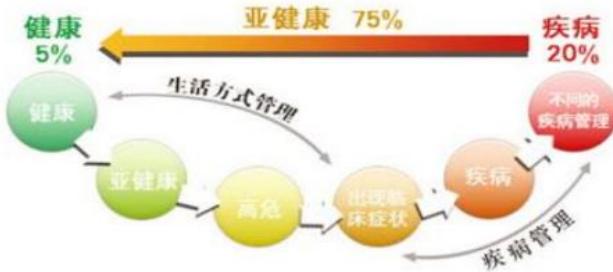


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

1.3 亚健康人口比例上升，老年、高收入人群及女性市场快速扩容

中国符合世界卫生组织关于健康定义的人群只占总人口数的 5%，与此同时，有 20% 的人处在疾病状态中，剩下 75% 的人处在“亚健康”状态，对于健康旅游的需求日益增长。

图 7:亚健康人口比例图

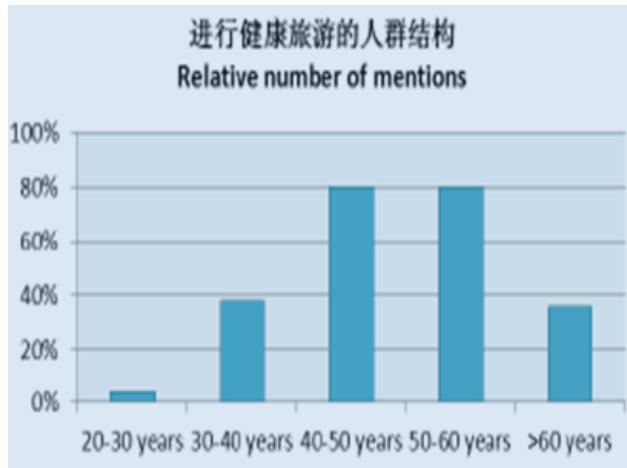


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

中国已进入或即将步入老年群体的消费者具有极强的消费能力，他们将成为健康旅游的主体人群。我国早在 2000 年就已正式步入老龄化社会，截至 2014 年，60 岁以上人口 21,242 万人，占总人口的 15.5%，其中 65 岁及以上人口 13,755 万人，占总人口的 10.1%。

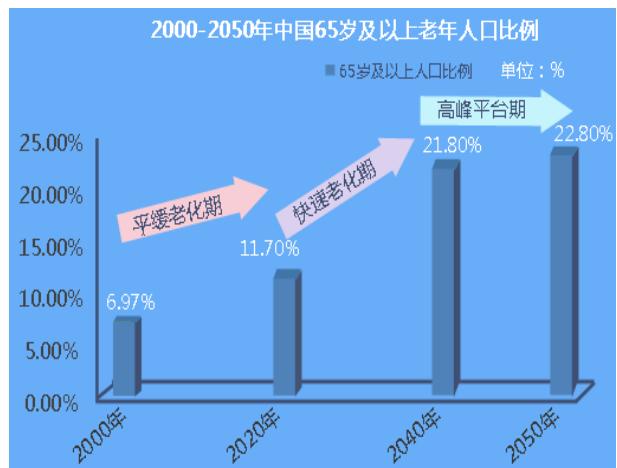
到 2030 年退休金总额将达到 73000 多亿元。同时，老年人对健康养生的需求更为强烈，对传统的中医药也有较高的认同感，再加上子女可以将健康旅游服务作为礼物来表达孝敬之心，针对老年群体的中医药健康养生旅游、健康休闲旅游将成为中国健康旅游产业发展的一大亮点。

图 8：进行健康旅游的人群结构



资料来源：bloomberg，东兴证券研究所

图 9：中国 65 岁以上老年人口比例趋势



资料来源：wind，东兴证券研究所

根据全国健康普查，23.1% 的高收入人群有“三高”疾病，33.7% 的高收入人群有胃肠消化系统疾病，92.3% 的高收入人群存在身体和精神健康问题。2011 年，富裕人群

中仅有 3%意识到去海外就医；2015 年已经达到 40%。2015 年四季度中国患者赴海外就医数量比 2015 年年初增加了三倍。医疗机构的品牌资质是首当其冲的关注因素。

此外，随着女性旅游意识的增强，她们越来越多的参与到健康旅游活动，女性健康旅游年增长率近 20%，平均比男性高 4%。据《中国富豪健康白皮书》显示，中国女性富豪对永葆青春的重视，促使他们很愿意在“美丽”上投资，81% 中国女富豪表示愿意尝试或使用各类抗衰老美容瘦身等服务。

全国美容市场（服务贸易）产值已达 2500 亿元左右。同时，女性旅游意识也在不断提高，有一定消费能力和充足时间的女性也开始热衷于温泉、SPA、美容、美体等保健旅游服务，在享受美景的同时，也让自己变得更加美丽。因此，针对女性游客的中医美容调理、减肥、医疗整形塑身旅游的市场商机无限。

图 10:中国高端人群健康旅游目的地选择



资料来源：得迈国际，世联行，东兴证券研究所

图 11:中国高端人群健康旅游关注因素



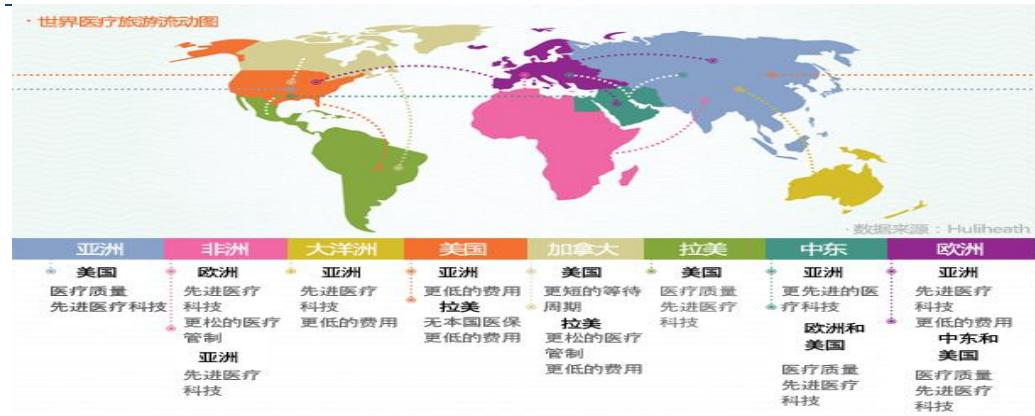
资料来源：得迈国际，世联行，东兴证券研究所

2. 出境健康游：健康无国界，跨境优质资源加速流动

欧洲是目前最高端的医疗旅游目的地，以科技含量高的疾病治疗类医疗旅游；亚洲也以特色化、高性价比的养生健康旅游和整形美容健康旅游项目吸引全世界的客户。近年来，泰国、印度、新加坡、马来西亚、菲律宾已成为排名世界前五位的国际医疗旅游目的地。这些国家医疗旅游起步较早，已迈入产业相对成熟的发展阶段。

国际医疗旅游市场的规模大约在 385 亿美元到 550 亿美元之间。每年全世界跨国境寻求医疗服务的患者大约有 1100 万人，平均每人每次医疗旅游花费 3500~5000 美元。这笔费用包括了所有与医疗服务有关的开支、出国的费用、在旅游目的地的交通费、住院费和其他住宿费用。

图 12: 世界医疗旅游流动图



资料来源：世联行，东兴证券研究所

不同于国际观光旅游，国际健康旅游客流主要从发达国家向发展中国家流动，高品质低价位是健康旅游最大的吸引力之一。以泰国、印度、韩国为代表的世界主要医疗旅游目的地，以优越的医疗条件、特色的医疗产品、良好的服务环境、低廉的服务价格、完善的配套措施等，紧密结合本国的特色和优势发展国际医疗旅游，取得了良好的经济效益和社会效益。

表 1：国际健康旅游客流产生及扩张的动力因素分析表

动力因素	发达国家	发展中国家的健康旅游项目
医疗费用	在劳动力价格、管理费用、医疗事故保 险等因素作用下，价格昂贵	价格低廉，如在印度进行部分心脏手 术费用仅是美国的 1/5 或 1/10
治疗时效	在医疗保险体制等因素制约下，部分患 者需要长期等候，特别在英国和加拿大	专业机构及人员会同健康旅游者设计医 疗程序，即行手术无须等候
医疗质量与服务	公立和私立医院有很大差异，医疗效果 比发展中国家部分医院低	集中了国内顶级资源，部分医院获得 JCI、ISO 国际认证
医疗保险覆盖与项目承保	部分民众无医疗保险;部分保险不承保 牙齿、眼睛等病症，在美国该部分民众 数约为 1.2 亿人	部分健康旅游机构与保险机构联手推出 特种健康旅游保险保障健康旅游者权益
旅游等额外收益	在本地进行治疗，无旅游等额外收益	部分健康旅游地即是旅游胜地;部分健康 旅游项目具有浓郁的民族特色，可获得 观光购物等旅游收益
特殊需求满足	禁止使用部分医疗技术和医疗手段	部分医疗技术及手段具有合法性
其他原因	货币兑换率，世界经济一体化，互联网通讯技术，航空旅行费用降低;专业健康旅 游公司涌现，国家政府部门推动，企业和保险机构不堪保费与医疗费用上升开始合 作推行医疗服务外包，如日本一些公司把员工集体送往国外参加健康旅游	

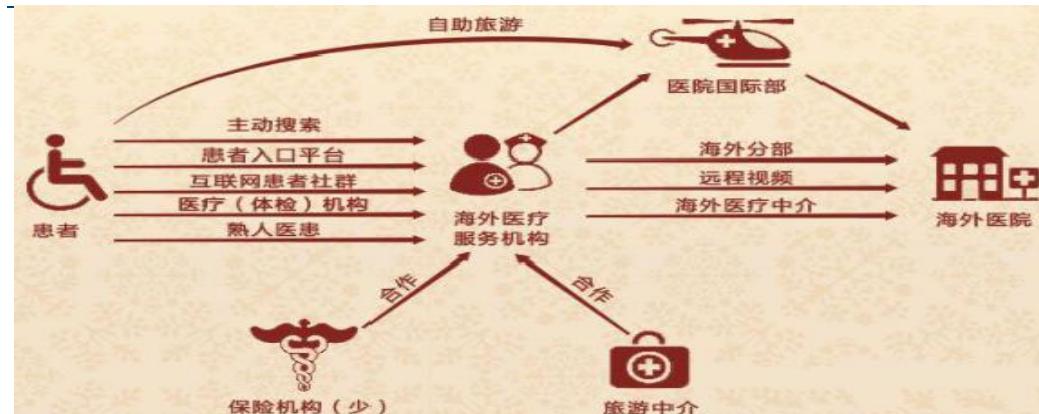
资料来源：旅游学刊，东兴证券研究所

出境医疗服务机构的患者主要来自患者的主动搜索（自动上门）、患者入口平台（如好大夫在线）、互联网患者社群（比如肿瘤患者群）、医疗（体检）机构、熟人医患等，其中最多的还是以医院为主，通过医院的推荐，服务机构直接获取患者病历。

目前的盈利模式，我们分析主要有：

- ◆ 1) 用户海外医疗服务收入（包括远程视频问诊、翻译）；
- ◆ 2) 海内外医院的平台推广收入；
- ◆ 3) 围绕出国医疗旅行的行业（旅游、机票、酒店、保险）推广的广告收入；
- ◆ 4) 第三方医疗服务机构在平台推广的广告收入等。

图 13: 出境医疗旅游路径图



资料来源：vcbeat, 东兴证券研究所

2.1 特色鲜明的全球健康游

2.1.1 泰国：打造 SPA 健康旅游国际品牌

泰国的医疗旅游业起步于 1997 年，从 2004 年开始制定了医疗旅游发展规划，由泰国政府卫生部门牵头，整合医疗保健服务和传统的医药产业资源，打造以“亚洲医疗旅游中心”品牌的国际医疗旅游。近几年，有超过 200 万人到泰国接受医疗服务，每年可以创收将近 1200 亿泰铢，并且每年保持两位数增长。无疑，泰国已成为全球最大旅游医疗目的地。

泰国医疗旅游有丰富的旅游资源，医疗服务技术领先且价格合理，工作人员对外沟通能力强，签证手续办理简单快捷，医疗服务形成产业集群化发展网络。泰国滨海不仅风景秀丽，温泉资源业非常丰富，温泉是沿海旅游业的特点之一。

泰国积极利用其丰富和高质量的温泉 SPA 资源，建立温泉度假村，开发如洗温泉治疗保健温泉。泰国长期以按摩理疗、传统草药医疗、SPA 水疗等闻名遐迩，SPA 水疗服务已被泰国的高星级酒店和度假中心视为招揽国际观光客的一项重要服务，泰国共计有 796 个登记营业的 SPA 水疗中心。

图 14: 泰国一站式健康主题医疗旅游



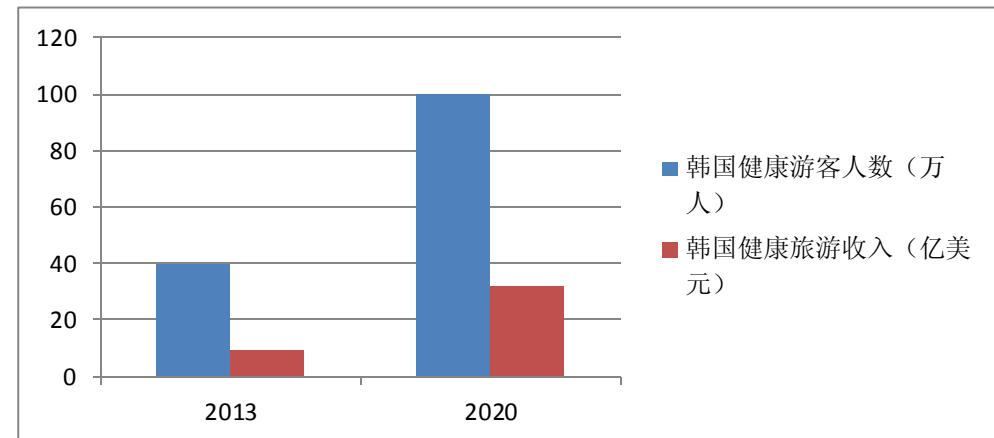
资料来源：中原地产，东兴证券研究所

2.1.2 韩国：闻名遐迩的医疗美容

2009年1月，韩国政府发表的第17代新兴动力产业中，环球健康管理产业是高附加值服务产业的五个领域之一。从那之后，韩国医疗界对医疗旅游的关注度急速上升。2011年，新建医疗机构内的旅游住宿设施的容积率放宽了20%。2012年，允许以外国患者为对象的院内售药，并设立医疗纠纷调解院处理外国人的医疗纠纷仲裁以及代理支付制度。2013年5月，放宽了对医疗签证的发放条件，可以对患者的同行人员（保姆等）发放医疗签证。

韩国健康游客人数将从2013年39.9万增长到2020年100万，最大的部分是中国游客，收入从2013年9.3亿美元增加至2020年32亿美元。这个数字将大约是全球健康旅游收入的10%，根据美国的商业情报公司—透明度市场研究预测，这个行业收入将从2013年的100亿美元增长到2019年的325亿美元。

图 15: 韩国 2013-2020 年健康旅游游客人数及收入



资料来源：医谷，东兴证券研究所

随着中国消费水平的提高和大众对美容观念的转变，美容整形已不再被看做一个另类的生意。截至 2013 年，中国整形美容人数达到 537 万左右，产值超过 3000 亿元，行业从业人员超过 2000 万人，并保持 40%以上的增长态势。已成为仅次于美国和巴西的世界第 3 大整容市场。

韩国保健福祉部统计，2013 年到访韩国的中国医疗旅游游客为 5.6075 万人次，同比增长 72.5%，占医疗游客总人数(21.1218 万人次)的 26.5%，排名第一，其中大多数人是奔着整形美容旅游一条龙服务去的。

图 16：韩国整形美容旅游一条龙服务



资料来源：cric, 东兴证券研究所

2.1.3 美国：全球最先进的健康旅游目的地

美国以全球最先进的医疗设备与技术，无疑是最受关注的健康医疗旅游目的地，2015 年美国的国内和国际游客在医疗相关旅行中消费达 1950 亿美元。以往美国作为医疗旅游目的地，备受中东富豪的青睐，近年来已经进入中国高端群体的视野，尤其是基因筛查体检和以肿瘤治疗为主的重症转诊。

目前美国医疗机构也非常重视中国市场，据洛杉矶会议及旅游局驻华办事处首席代表常红介绍，去年年底美国洛杉矶市长贾塞提曾携西达-塞纳医疗中心、洛杉矶儿童医院、希望之城医疗中心、加州大学洛杉矶分校医疗中心和南加州大学凯克医疗中心5家顶级国际医疗中心，与中国南方航空公司签署合作备忘录，推出疾病预防及健康体检主题的医疗旅游产品，并为中国游客推出相关中文网页、热线和特别服务。

美国医疗旅游产品的价格也不菲，比如凯撒推出的美国体检产品价格在20万人民币左右，而赴美重症治疗的费用均在百万以上。

2.2 欣欣向荣的海外医疗旅行中介机构

医疗市场参与者众多，中国的海外医疗旅游市场为他们带来了巨大的成长机会。医疗旅行中介机构可能是最直接的受益者。消费者对高品质医疗服务的选择性需求，也将给医疗服务机构、制药企业、医疗器械公司、基础设施持有者以及休闲产业参与者带来各种机遇。光靠等待消费者主动敲门是不够的——主动去理解并重视消费者的不同需求才能带来更确定、更理想的收益。

2.2.1 不断优化线下服务的中介机构：优翔国际

中国第一家私人健康旅行服务专家，致力于以全球医疗，保障私人健康，成为生命健康的第一保障，作为健康旅行最放心的依托。自2006年成立起，优翔国际专注于海外医疗/抗衰老/高端旅行，整合了全球顶级预防/体检中心、诊断/治疗/康复医疗机构、抗衰老/疗养/静修机构，服务超过3000+名顶级富豪，建立了遍布全球的生命管理生态系统，在行业内树立起高端医疗旅行的服务标准和理念。

图 17:优翔国际业务简介



资料来源：东兴证券研究所

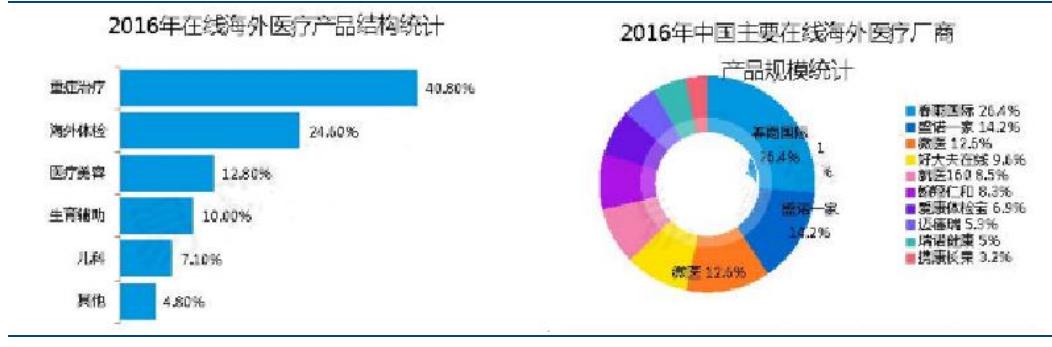
作为最早一批进入健康旅游行业的优翔，希望“把服务你一次变成服务你一辈子，把服务你一人变成服务你一家子”，从客户全方位需求出发，建立个性化服务体系。”同时，优翔也正在寻求互联网+的突破。2013年投资创立了美容整形社交和电商平台——“新氧”，提供整容美容交流问答、点评及特卖服务。目前该平台已积累60万篇用户日记、1000万私信咨询量、5000家整形医院和万名整形医生资料，覆盖地区包括中国、韩国、日本、台湾。

我们认为，健康旅游服务商应该将业务链下沉，从以往的会所、俱乐部等高端营销下沉到微信推广，以争取更多中产阶级客户群体，从把利润“变高”到把利润“拉长”，将服务延伸至愈后、慢病管理等健康管理的方方面面。

2.2.2 在线健康旅游平台：春雨国际

随着中国在线海外医疗行业进入平台化发展阶段，市场逐渐向更年轻的客户群体渗透。

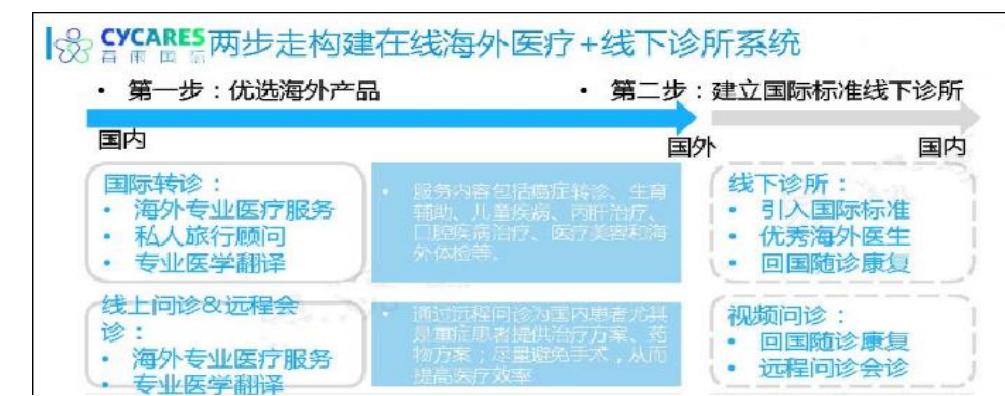
图 18:在线海外医疗产品统计



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

春雨国际依托平台优势，沟通国内客户与海外医疗机构的交流渠道，海外医疗产品规模领先。春雨国际医疗目前已于韩国、日本、新加坡、台湾、美国等国家和地区 33 家全球顶尖医疗机构签约合作，今后计划引进海外医疗力量建设国际医疗标准诊所。

图 19:春雨国际服务流程



资料来源：春雨国际，东兴证券研究所

我们认为，在线健康旅游服务平台应该聚焦 70-90 后中高端收入家庭用户，根据互联网用户的需求和特征来拓展市场和设计产品，联通市场端，业务端和资源端，为客户打造一站式海外健康保健平台。

2.3 出境游旅行社龙头竞相推出健康旅游产品

2.3.1 凯撒旅游：跨界高端医疗旅游

领先的出境游服务商凯撒旅游开启跨界合作，涉足高端医疗旅游领域，全新推出“美国纽约长者会健康体检”、“日本东京癌症早筛健康检查”等个性化健康管理类产品，面向中高端社会人群，提供高品质、有保障的健康体检类型医疗服务以及深入的旅游观光体验。

图 20：凯撒旅游日本癌症早筛健康旅游产品

北京出发：日本东京癌症早筛健康检查



资料来源：凯撒旅游，东兴证券研究所

图 21：凯撒旅游美国纽约长者会健康旅游产品

美国纽约长者会安心体检

售卖价格以最终出发日期、最终行程为准



资料来源：凯撒旅游，东兴证券研究所

凯撒旅游甄选两国排名前列的医疗机构，旨在为游客提供全球最先进的健康体检。位于纽约曼哈顿的上东城的纽约长者会医院，由纽约医院、长者会医院合并而来，目前是纽约大都会区内排名第一的顶级医院，美国多位政界名流都会到此就医；而日本东京癌研有明医院是日本最早的、也是被公认为日本最好的癌症专科医疗研究机构，全球排名第二，拥有世界上领先的诊断和治疗技术，例如“PET-CT 癌症早筛检查”等。

与高端医疗体验相匹配的，是更加深入的、可自由定制的旅游服务。在为客人提供优质、舒适的交通、住宿、美食体验的同时，凯撒旅游甄选纽约、东京当地最优质的观光资源、体验项目，让体检之余的海外生活相当丰富多彩。

2.3.2 众信旅游：携手 CMMA 打造赴美高端医疗旅游

众信旅游旗下高端旅游品牌“奇迹旅行”与大通福克斯会诊中心（CMAA Medical Consultation Center，以下简称 CMAA）强强联手，共同打造赴美高端医疗之旅。CMAA 是美国冠军医学联盟旗下的美国本土机构，与二十多家美国顶级医疗机构建立了紧密的合作关系。

图 22：众信旅游旗下高端赴美医疗旅游产品

📍 美国普林斯顿大学医学中心高端体检6晚7日

写在开篇

详细全面的检前问诊，为客户私人订制体检计划；体检计划采用不同层次的阶梯式设计，全面关照到不同客户群体的特定需求；经验丰富的体检医生和专科专家共同为贵宾进行全面的检查，让整个体检过程细致、专业，针对性强；参团即送贴心礼包、龙腾卡（可用于全球超过两百个机场公务舱休息室）。

大通福克斯美国会诊中心是美国冠军医学联盟旗下的一个专业机构；

详细全面的检前问诊，为客户私人订制体检计划；

出发地：

出发日期：06-19 | 07-24

19.0 万起/人

资料来源：东兴证券研究所

奇迹旅行将与 CMAA 共同打造“赴美医疗旅游平台”，通过签证服务、选择美国医院、预约美国专家、赴美旅行及居住安排、当地就医陪同及翻译等环节的一条龙服务，在中国消费者与美国顶级医疗机构之间搭建便捷就医的绿色通道，让海外优质医疗触手可及。

3. 蓄势待发的中国健康游

相比其他健康旅游发达国家，中国医学底蕴深厚，在发展健康旅游产业方面具有天然优势，将来很可能在整个行业分到最大的蛋糕。很多外国人对中国医学的内容充满好奇，自然疗法、针灸、温泉养生推拿、中药美容等都受外籍游客关注，如果能就此开发出相应的产品，竞争力将很可观。

中国健康旅游目前约占市场总量的 1.8%。中国特色的养生森林旅游收入近年来平均增速为 30%，温泉旅游以及中医药旅游收入的年均增速达到 20%，海南、成都的医疗旅游开发区处于开发建设期，总投资额逾 500 亿，或将带动当地旅游人数和收入大幅增长。预计健康旅游的未来增速将达到 20%。

目前，中国健康游的主要客源以入境的亚洲、中亚国际客源和跨区域的国内客源为主。

图 23：中国健康游的国际客源

图 24：中国健康游的国内客源

入境的国际客源**跨区域的国内客源****以亚洲、中亚游客为主——**

- 日韩、德国、港澳台等地青睐北京的3条中医养生精品旅游线路
- 俄罗斯、哈萨克斯坦等国家游客冬季包机去海南接受中医治疗

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

以高净值、高收入人群为主——

- 上海国际医学中心(SIMC)优先定位国内高净值人群
- 上海新虹桥国际医学中心以服务长三角范围内客群为主

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.1 “治”模式：“治病+旅游”模式

中国疾病治疗类健康旅游产品主要针对外国人市场和有治疗需求的特殊市场,其依托的资源为北京、上海、杭州、海南等地的各大医疗机构、卫生服务中心以及医疗研究机构,还包括专业的医务人员及其个性化服务。

我国旅行治疗产业的发展主要集中在[上海](#)。上海市医疗旅游产品开发和推广于2009年起步,其医疗旅游产品开发和推广平台(Shanghai Medical tourism Products & Promotion Platform,简称SHMTPPP)采用Third Party Administration(简称TPA)模式,主要任务是分析、了解客户的需求,对医疗服务供应单位进行符合国际标准的辅导和培训,并完成医疗旅游工作流程中的售前(产品开发、网络推广、品牌、营销、医疗服务咨询、预约软件、远程医疗技术支持、数据库、机场接待、翻译、餐饮住宿、游览等)、售后(质量监控、满意度调查、外汇结算、服务贸易统计、法律纠纷等)的相关工作,售中内容的医疗服务由医院来完成。

图 25: 中国健康游地区风向标**北京——设计7条线路**

游客在游览北京古迹的同时,也可以逛中医药博物馆、参观中草药种植、去百年老字号享受滋补药膳、品尝节气养生茶、体验感受针灸、按摩等中医药养生方法

上海——打造两类平台

推广平台:上海市医疗旅游产品开发和推广平台
服务平台:上海国际医学园、上海新虹桥国际医学中心作为两个核心平台,发展国际旅游医疗等高端医疗

海南——开启首次探索

2013年2月,国务院正式批复设立海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区,并量身定做了9项含金量高的特殊政策,标志着我国第一家以国际医疗服务为的国家级开发区成立

资料来源：东滩顾问，东兴证券研究所

表 2：中国疾病治疗型健康旅游发展现状一览表

地区	典型产品及事件	健康旅游发展的主要资源
上海	跨国医院争相登录上海	国际医学院、国际疗养中心、医学研究 公园、国际医疗器械研究园区和国际商 务中心等多功能医疗园区
杭州	杭州大医院成为国内健康旅游者的首 选地	杭州各大医院、胡庆余堂等中医老字号 及中医药博物馆等
三亚	哈萨克斯坦总统率团队到三亚中医院 疗养、俄罗斯富商包机送子到三亚中医 院接受治疗	独特的旅游资源及其环境与特色鲜明的 中医医疗资源等
香港	“香港国际医疗及服务保健展”、香港 仁安医院设“总统套房”	发达的医疗技术、医疗水平等和医疗设 施

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.1.1 海南博鳌乐城健康旅游先行区

博鳌乐城国际医疗旅游先行区规划范围 20.14 平方公里，其中建设用地规模 9.96 平方公里。规划常驻人口约 5.61 万，解决就业岗位 4.1 万个，核心产业实现年产值 800-1000 亿元，实现税收 80-100 亿元。目前有意向在先行区投资的项目达 55 个，正式受理 34 个，通过评估 22 个，落地开工 20 个，有美、英、德、港、澳、台等国家及地区的 30 家顶级医疗合作机构，产业内容涉及肿瘤防治、整形美容、抗衰老、干细胞应用、生殖备孕、健康管理、康复疗养等。

海南力争用 10 年左右的时间，将先行区打造成世界一流的健康旅游目的地和医疗高端人才聚集区，打造成健康领域国际交流平台，产业规模 500 亿元以上；来先行区的健康旅游人数应占全省旅游过夜人数 10%以上，产业增加值占全省旅游产业增加值的比重达到 20%以上。截至 2016 年 2 月，先行区已经正式受理项目申请 34 个，受理的项目中通过医疗技术评估和产业合规性审核的有 22 个，中国干细胞集团干细胞附属医院等 20 个项目集中开工。

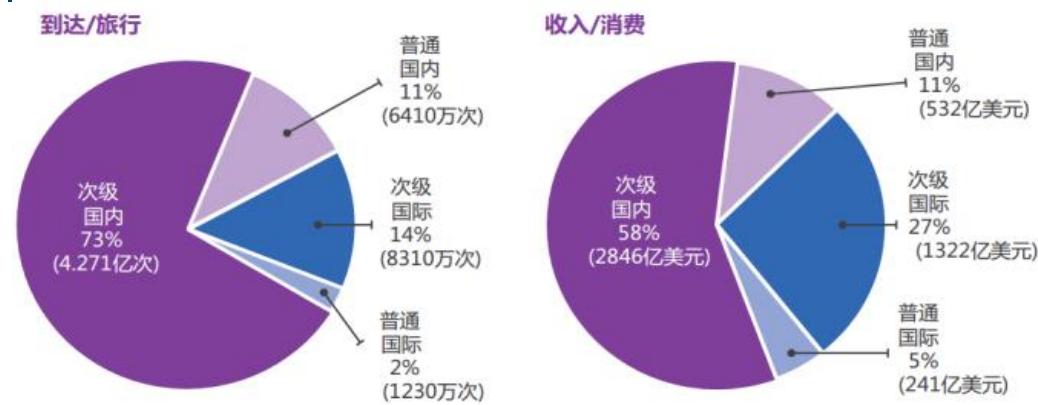
图 26:海南博鳌乐城健康旅游先行区规划图


海南博鳌乐城国际健康旅游先行区管理委员会与恒大健康产业集团、韩国原辰医学美容集团达成三方合作，在博鳌乐城国际健康旅游先行区建立国际级医学美容及抗衰老中心，提供美容整形、抗衰老及健康旅游一条龙服务。博鳌乐城国际健康旅游先行区还与日本知名医疗健康事业机构葵会及美国健康管理及产业咨询公司美荻康合作，启动博鳌国际医养中心项目，同时启动博鳌国际抗癌城项目。目前博鳌乐城国际健康旅游先行区已经正式受理了包括国际生命健康测调中心、国际新能源医学研究中心等在内的 7 个项目，总投资 23.8 亿元。

3.2 “疗”模式：“养生保健+旅游”模式

养生保健类健康旅游产品依托地热资源、水疗资源、日光浴资源、海水资源、沙滩资源、中医药资源以及风景优美的旅游资源，分为森林保健健康旅游产品、滨海疗养健康旅游产品、温泉养生健康旅游产品。其中，次级国内养生旅游次数和收入分别占据 73% 和 58%。

图 27: 2013 年国际和国内养生客源旅行次数和消费



资料来源：东兴证券研究所

拥有养生旅游资源优势的旅游景点或风景名胜区旅游胜地，都在开始构筑养生旅游产业链。旅游景点或风景名胜区较多的是利用已有的自然旅游资源，推出养生旅游产品。如峨眉山利用清新的空气、优美的环境、迷人的景色，推出休闲养生游；黄山市徽州区围绕中国和谐乡村游主题年活动，推出休闲养生在徽州五大系列乡村旅游产品；桂林旅游推出的休闲养生之旅、休闲养生深度 6 日游、养生强身休闲之旅、夏日休闲养生旅游等等。拥有养生型健康旅游资源的上市公司集中于景区型上市公司，如桂林旅游、黄山旅游、云南旅游、峨眉山 A 和长白山等。

表 3: 拥有医疗养生资源的上市公司一览

上市公司	医疗养生旅游资源
桂林旅游	桂林琴潭“栖息式”社会化养老产业示范区、桃花江旅游度假区、万福休闲旅游度假区
黄山旅游	黄山幸福新世界养生度假项目
云南旅游	世博新区养生养老开发区

峨眉山 A

柳江古镇养生度假

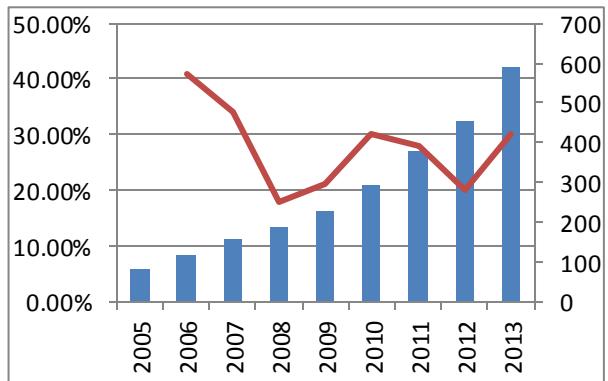
长白山

长白山养生度假区

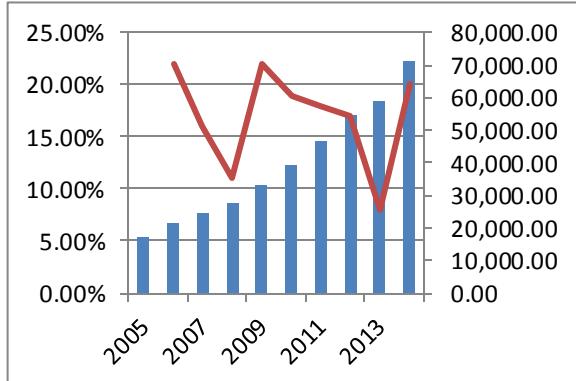
资料来源：东兴证券研究所

3.2.1 山水文化养生旅游

大众旅游发展新常态下，旅游环境质量需求增长迅速，森林公园良好的生态环境，独特的景观资源、完善的旅游服务体系，成为旅游者健康休闲的重要场所。从功能定位上，森林公园要发挥它的环境质量优势和健康休闲价值，从产业发展水平看，第一家国家级森林公园成立的 30 多年以来，森林公园数量、接待旅游人数和收入增长迅速。另据测算，到 2020 年，我国每年到森林公园来旅游的人数将达到 5 亿人次，森林旅游的社会综合产值将达到 5000 亿元。到 2050 年，我国的城市人口将达到 11 亿，每年的户外游憩需求将达到 20 亿人次以上。可见，我国森林旅游产业有着十分巨大的市场潜力和广阔的发展前景。

图 28: 中国森林旅游收入（亿元）


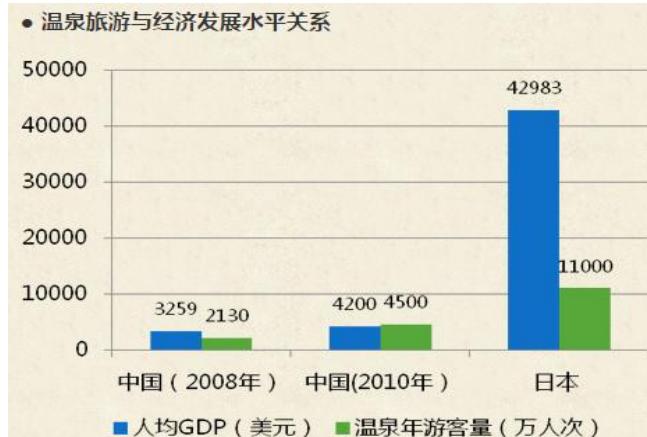
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 29: 中国森林旅游人次（亿）


资料来源：wind, 东兴证券研究所

中国是一个温泉大国，利用温泉治病已有 4000 多年的历史。调查发现，有 44.4% 的游客有 3 次以上的温泉旅游经历，说明温泉旅游拥有庞大的回头客，这是温泉旅游具有旺盛生命力的体现，也是其能实现长足发展的有力保证。近年，中国温泉旅游市场规模年均增长 45%；近年来，随着人均 GDP 的增长，温泉休闲成为消费时尚和主流，已占休闲人群比例的 30% 以上，居所有旅游业态之首。

图 30: 温泉旅游与经济发展水平关系



资料来源：奇观，东兴证券研究所

中国温泉的分布比较广泛,主要集中在台湾、福建、广东、云南、西藏等南方省区。著名的温泉景区主要有西安的台湾北投温泉和草山温泉、广东从化温泉、云南安宁温泉、黄山温泉、华清池等地,养生温泉旅游人数及收入增势可观。

图 31: 中国十大热门温泉

排名	温泉	地区	游客量
1	汤山颐尚温泉	江苏	高峰日6000人以上, 年游客200万
2	天目湖御水温泉		高峰日约4000人
3	“老字号”汤山圣泉		平均入住率达93%
4	苏州天颐温泉		年网络预定量较去年增长400%
5	天沐·扬州瘦西湖温泉		年游客量高达160万以上
6	南京汤山一号温泉		高峰日约3500人
7	保定大午温泉	河北	高峰日约2800人
8	重庆统景温泉	重庆	高峰日约2500人
9	赤壁龙佑温泉	湖北	高峰日约2057人
10	吉林神农温泉	吉林	高峰日约1254人

资料来源：网易旅游，东兴证券研究所

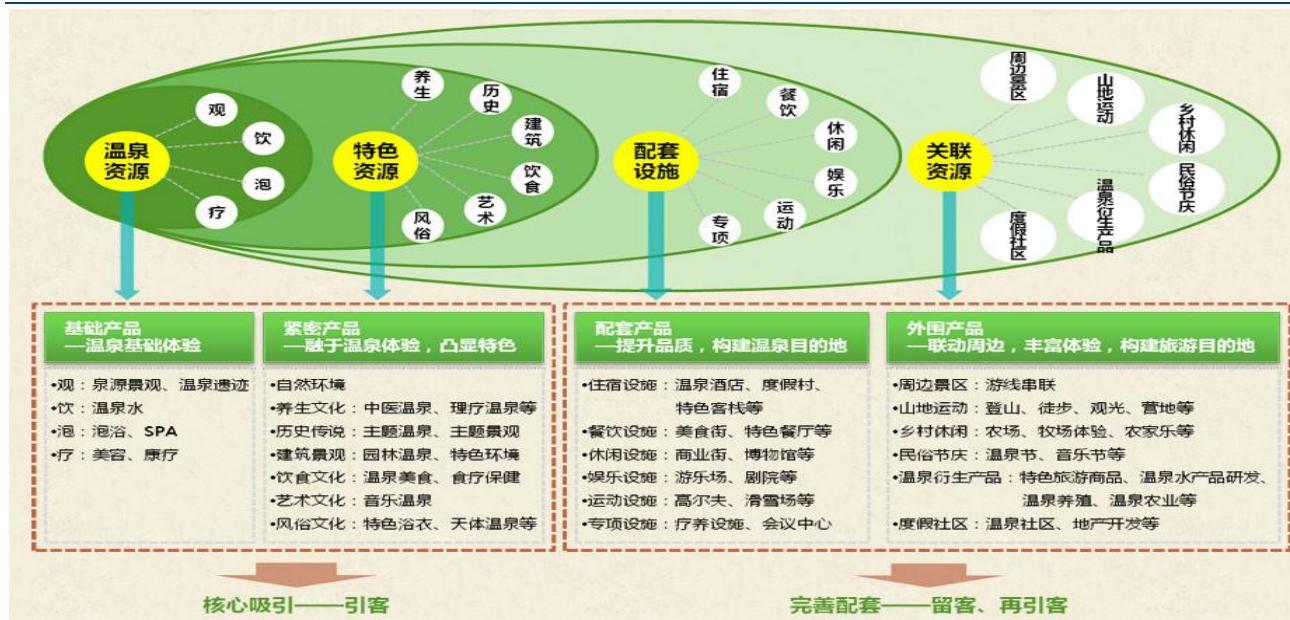
图 32: 温泉旅游人数及收入。

地区	温泉旅游人数 (万人次)	温泉旅游收入 (亿元)
广东	1790.81	201.40
重庆	1000	
长三角	566.62	67.32
广西	503.23	27.16
湖南	496.06	32.93
福建	311.81	35.72

资料来源：奇创，东兴证券研究所

温泉产品以温泉资源为中心,圈层式依次布局核心产品、配套产品和外围产品,并通过必要门票消费+多元化可选择的休闲消费构成丰富的收益渠道。餐饮、住宿、康疗、会务、商业街区等选择性消费可拓展经济效益。

图 33: 温泉产品组合



资料来源：奇创，东兴证券研究所

3.2.2 中医药养生旅游

国家旅游局和国家中医药管理局近日联合下发了《关于促进中医药健康旅游发展的指导意见》。《意见》提出，到 2020 年，中医药健康旅游收入将达到 3000 亿元，到 2025 年将达到 5000 亿元，中医药健康旅游人数将达到旅游总人数的 3%，到 2025 年要在原有的基础上增加 2 个百分点。中医药发展战略规划中明确指出，发展中医药健康旅游服务，推动中医药健康服务与旅游产业有机融合。开发具有地域特色的中医药健康旅游产品和线路，建设一批国家中医药健康旅游示范基地和中医药健康旅游综合体。举办“中国中医药健康旅游年”，支持举办国际性的中医药健康旅游展览、会议和论坛。

表 4: 中医药旅游产品特色和服务

产品六要素	中医药健康旅游产品特色	中医药旅游产品服务
吃	为健康旅游者量身定制营养膳食方案；提供医疗旅途中疗养保健食品	医疗饮食处方、中医药膳、有机绿色食品
住	具有医疗、休闲保健特色的多功能且拥有相当于星级宾馆的疗养院或医疗综合大楼	常规医疗检查、特色医疗服务、中医药保健 Club、私人疗养师、各种康体健身器材及服务项目
行	可进入性强、通达度高,交通工具具有很高的舒适性和便捷性,行程时间较短	随行专业医生和保健顾问、随身急救药物
游	途中安排中医药特色参观点、知识讲座、现场指导等	医药展览馆、中医博物馆、中医药植物园、医疗保健知识讲座
购	安排正规的中医药材生产基地和大型药园购物	各种名贵药材、中草药特色配方、医疗器材和设备

娱

参与医疗保健体验活动

针灸、足疗、瑜伽、太极、推拿按摩等

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

腾邦国际自开展旅游业务以来，便不断创新求变，其中对于医疗旅游的探索走在了行业前面。腾邦和广州中医药大学深圳医院签署战略合作协议，旨在推进中医文化的国际化进程，让更多的外国人了解中医，走近中医，享用中医。

腾邦集团将利用自己在旅游业中的优势资源和国际化渠道，把中医文化、名医名方、特色疗法、养生保健等中医精粹融入旅游项目中，开启“旅游+中医”新模式，把众多的海外游客和患者引入国内，让更多的外国人感受到传统中医的独特魅力，亲身感受中国传统文化的博大精深。腾邦集团通过和政府部门、医疗机构等多方合作，不断延展大旅游生态圈的维度，通过互联网思维及金融工具的运用，实现深化产业链的融合。

4. 投资策略

我们梳理出了两大投资逻辑：一是建议关注行业内已涉足或即将涉足健康旅游产业的上市公司；其次建议关注拥有优质健康旅游资源的企业，重点推荐金陵饭店、长白山、桂林旅游、峨眉山A、北部湾旅、凯撒旅游、众信旅游等。

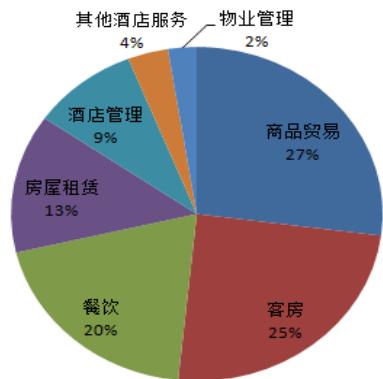
4.1 重点公司推荐

4.1.1 金陵饭店：战略布局健康旅游产业

金陵饭店战略转型布局健康旅游领域，旅游与健康养老完美搭配，天泉湖项目潜力无穷：公司在江苏盱眙县投资超过10亿元开发了“金陵天泉湖旅游生态园”，培育全国一流的健康旅游养生养老示范区和度假区，由养生养老文化区、国际会议度假酒店区、原生态低密度住宅区三大关键部分构成，建筑面积26万平方米，规划面积1269亩。

公司开发的一期养生养老公寓2015年6月开盘，今后将以养老公寓为契机，进入度假休闲、养老服务、医疗保健、康复理疗等领域，实现医疗养生结合。天泉湖“商务+健康养老+旅游”生态园极具爆发力。天泉湖旅游生态园已完成金陵山庄和玫瑰园养生公寓一期工程，2015年实现收入714.39万元，贡献净利润19.56万元。中国健康养老产业市场规模极具潜力，相关健康养老政策的持续颁布，有助于公司在健康养老领域相关业务布局。

图 34:金陵饭店主营业务构成



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 35:金陵饭店 07-17 年营业收入及增长率


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 36:金陵饭店 07-17 年归属于母公司净利润及增长率


资料来源：wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 15-17 年营业收入为 7.4/8.1/9.1 亿元，对应的归属母公司股东净利润为 0.5/0.6/0.7 亿元，对应 PE 分别为 74.4/61.6/49.8 倍，我们给予“强烈推荐”评级。

表 5:金陵饭店主要财务指标

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	612.74	735.73	807.65	906.22
增长率(%)	14.59	20.07	9.77	12.2
归属母公司股东净利润(百万)	39.85	49.85	60.23	74.49
增长率(%)	-44.8	25.09	20.81	23.67
EPS(摊薄)	0.13	0.17	0.2	0.25
PE	93.15	74.43	61.6	49.82

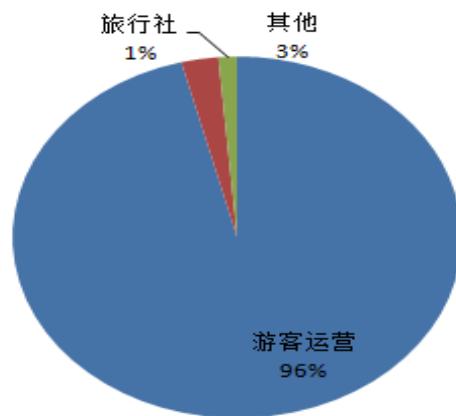
资料来源：wind, 东兴证券研究所

4.1.2 长白山：健康养生产业优势可期

在国内健康休闲度假趋势加速的环境下，长白山作为避暑、温泉和滑雪胜地，有望吸引更多游客，因而公司有望有益于景区持续增长的客流。

健康养生温泉酒店预计下半年开业，有望贡献业绩新增长点；会计估计变更、折旧年限延长释放部分利润。公司子公司温泉公司获得了温泉水的独家开采资质，温泉假日酒店募投项目截至 2015 年底累计投入 1.72 亿元，已进入内装阶段，预计 16 年下半年开业；项目打造集“冰雪—温泉、养生—温泉、会议—温泉、医疗—温泉。”为一体的多功能长白山健康旅游特色品牌，预计完工后正常经营年份税后净利可达 6115.94 万元，能够有效拓展公司效益。

图 37:长白山主营业务构成



资料来源：东兴证券研究所

图 38:长白山 09-17 年营业收入及增长率

图 39:长白山 09-17 年归属母公司股东净利润及增长率



资料来源：wind, 东兴证券研究所



资料来源：wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 15-17 年营业收入为 3.2/3.8/4.6 亿元，对应的归属母公司股东净利润为 1/1.2/1.4 亿元，对应 PE 分别为 46.3/40.2/32.5 倍，我们给予“强烈推荐”评级。

表 6:长白山主要财务指标

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	292.9	318.53	379.25	459.5
增长率(%)	25.63	8.75	19.06	21.16
归属母公司股东净利润(百万)	79.69	100.56	115.93	143.15
增长率(%)	28.01	26.18	15.28	23.49
EPS(摊薄)	0.3	0.38	0.43	0.54
PE	58.38	46.27	40.17	32.53

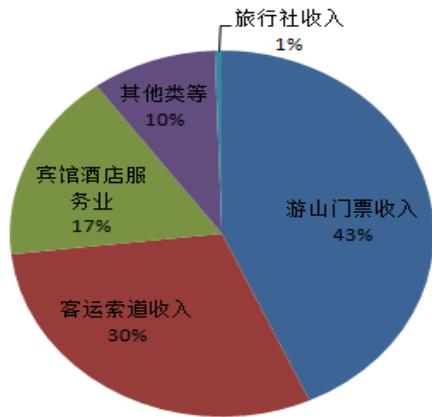
资料来源：wind, 东兴证券研究所

4.1.3 峨眉山 A: 健康旅游稳步推进

峨眉山 A 背靠健康旅游资源+景区文化，打造特色产品。公司整合茶叶、酒店资源，打造“门票+住宿+美食+茶叶+温泉”的特色旅游项目有；依据游客消费需求，包装了佛文化、四季主题、游学之旅等多类产品；包装学习培训、商务会展、禅茶一味等 6 类创新项目。

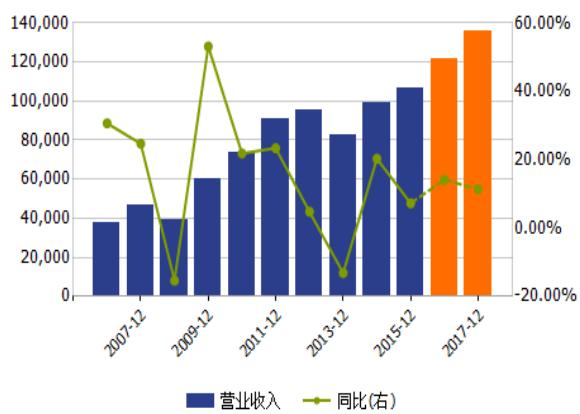
打造“柳江古镇”布局健康休闲游，建设旅游文化中心发力旅游演艺。柳江古镇项目定位于健康休闲养生，是旅游区西环线唯一游客集散中心，建成后将较大提升客流量。项目在柳江古镇打造佛文化主体内容及配套建设以温泉康养为引领的养生养老健康度假项目，根据项目规划一期竣工后预计到 2020 年健康休闲游游客约 80.5 万人。旅游文化中心项目是以演艺为核心，融合摄影、餐饮、购物为一体的综合休闲体；预计 2017 年 11 月建成后可为公司业绩成长增添新动力，预计 2017 年 11 月建成投入使用，正常年可实现营收 1.5 亿元，净利 0.42 亿元。

图 40:峨眉山 A 主营业务构成



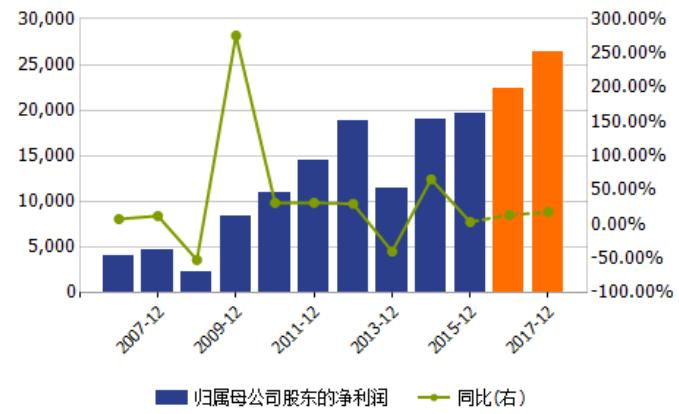
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 41:峨眉山 A 07-17 年营业收入及增长率



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 42:峨眉山 A 07-17 年归属母公司股东及增长率



资料来源：wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 15-17 年营业收入为 10.7/12.2/13.5 亿元，对应的归属母公司股东净利润为 1.96/2.2/2.6 亿元，对应 PE 分别为 32.1/28.2/24 倍，我们给予“强烈推荐”评级。

表 7:峨眉山 A 主要财务指标

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	993.66	1,065.50	1,215.97	1,354.22

增长率(%)	20.3	7.23	14.12	11.37
归属母公司股东净利 润(百万)	189.5	196.25	223.32	263.69
增长率(%)	65.94	3.56	13.79	18.08
EPS(摊薄)	0.72	0.37	0.42	0.5
PE	16.6	32.06	28.17	23.86

资料来源：wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

廖雯婷

美国马里兰大学会计学硕士，中山大学会计和法学双学位学士，2016年4月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游行业研究

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。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 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 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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。