

超配（维持）

暑期旺季临近提振复苏预期，静待业绩验证

消费者服务行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 9 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

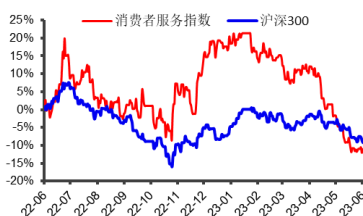
S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

消费者服务指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

■ 2023年以来消费者服务板块持续回调，静待业绩验证。2023年以来消费者服务板块下跌25.15%，跑输沪深300指数，主要系2022年底防疫政策快速放松，市场预期提前反应，而2023年以来消费复苏低于预期，3、4月宏观经济数据压力叠加预期兑现，市场对消费者服务板块估值逻辑切换，导致消费者服务板块2023年以来持续回调。疫情期间居民收入水平保持平稳增长，消费支出放缓，实际消费能力有所提升，2023年一季度旅游出行报复式反弹，居民消费信心大幅回升，板块景气度大幅提升。下半年暑期旺季、亚运会及十一黄金周等节假日和活动密集，看好旅游需求加速释放，旅游消费有望进一步增长，静待业绩验证。

■ 细分板块投资策略：

■ 旅游景区：旅游景区板块天然具有稀缺性，率先受益于国内客流反弹，下半年端午小长假与暑期旺季临近，预期先行叠加“寺庙旅游热”、“特种兵式旅游”的兴起，景区板块有望迎来业绩与估值双击，关注文旅融合大背景下受益于“寺庙旅游”等主题游的峨眉山A（000888）、九华旅游（603199），擅长打造文旅IP的曲江文旅（600706），热门旅游目的地丽江股份（002033）、天目湖（603136），下半年将有多个重磅项目开业或恢复营业的宋城演艺（300144）。

■ 酒店：疫情期间酒店供给大幅出清，而乙类乙管后出游需求快速复苏造成酒店供需紧平衡，酒店平均房价长期处于较高水平。下半年旅游旺季提升酒店住宿需求，一季度以来酒店签约及开业放缓或形成阶段性供需错配加剧，看好下半年酒店供需差扩大带动酒店房价进一步提升，业绩增长可期。建议关注连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），及长三角布局密集，有望受益于亚运会开办的中高端酒店龙头君亭酒店（301073）。

■ 免税：免税板块短期业绩阵痛不改长期竞争优势，下半年汇率、存货等负面影响逐渐淡化，折扣收紧与打击代购利好免税业长期发展，看好下半年免税景气度企稳改善。建议关注：中国中免（601888）、王府井（600859）、海汽集团（603069）。

■ 餐饮：疫情期间餐饮企业精炼内功，专注提升经营管理效率，降低成本，预计随着餐饮消费场景复苏，优化后的经营杠杆有望提升业绩弹性，下半年业绩释放可期。建议关注餐饮宴会、宾馆、食品预制菜三驾马车并驾齐驱的餐饮龙头同庆楼（605108）。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

- **出境游：**出境游复苏进度相对落后，但下半年国际航班及旅游资源供给有望加速恢复，看好暑期旺季出境游需求加速释放，建议关注出境游龙头众信旅游（002707）。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）行业政策变化；（3）自然灾害影响；（4）行业竞争加剧；（5）市场复苏不及预期。

目 录

1. 旅游服务类消费率先复苏，静待业绩验证	5
2. 国内客流快速反弹，关注旅游景区业绩增长	9
3. 客流快速反弹带动酒店供需剪刀差扩大	11
4. 免税短期业绩阵痛不改长期竞争优势	14
5. 餐饮企业精炼内功，关注业绩弹性	18
6. 出境游静待复苏	20
7. 投资建议	24
8. 风险提示	25

插图目录

图 1: 中信板块年初至今涨跌幅（截至 2023 年 6 月 7 日）	5
图 2: 中信消费者服务板块基金持仓比例变化	5
图 3: 城镇家庭人均可支配收入（元）及同比（%）	6
图 4: 农村居民人均可支配收入（元）及同比（%）	6
图 5: 城镇居民人均消费支出（元）及同比（%）	6
图 6: 全国居民消费水平（元）及其同比（%）	6
图 7: 消费者信心指数	7
图 8: 消费预期指数	7
图 9: CPI 同比变化（%）	7
图 10: 国内铁路客运量及同比增速（万人次，%）	8
图 11: 国内铁路周转量及同比增速（万人公里，%）	8
图 12: 国内民航旅客运输量及同比增速（万人次，%）	8
图 13: 国内民航周转量及同比增速（万人公里，%）	8
图 14: 近年来游客节假日出游半径变化	9
图 15: 节假日出游人数及恢复情况（亿人次，%）	9
图 16: 节假日旅游收入及恢复情况（亿元，%）	9
图 17: 中信景区板块总营收（亿元）	10
图 18: 中信景区板块归母净利润（亿元）	10
图 19: 锦江、首旅、华住平均出租率（%）	11
图 20: 锦江、首旅、华住 RevPAR（元/间）	11
图 21: 前十家酒店集团市占率（%）	11
图 22: 全国住宿业规模	12
图 23: 全国酒店业规模	12
图 24: 全国酒店业及其他住宿设施规模	12
图 25: 全国酒店业及其他住宿设施客房规模	12
图 26: 锦江、首旅、华住 pipeline（间）	13
图 27: 锦江、首旅、华住新开业酒店数量（间）	13
图 28: 锦江、首旅、华住平均房价（元）	13
图 29: 中国酒店结构变化（按酒店数计算）	13
图 30: 海南过夜游客数及同比（万人次，%）	14
图 31: 海南一日游游客数及同比（万人次，%）	14

图 32: 新政后离岛免税购物额 (亿元) 及人次 (万人)	14
图 33: 离岛免税客单价变化 (元)	14
图 34: 新政后离岛免税日均销售额 (亿元)	15
图 35: 携程 2023 年五一出游目的地前十	16
图 36: 中免会员积分政策变化	16
图 37: 美元兑人民币中间价	17
图 38: LV 官宣于 2023 年 9 月入驻三亚海棠湾	17
图 39: 2021 年以来韩国免税购买者分布 (万人次)	17
图 40: 外国人在韩国免税购物金额逐渐下降	17
图 41: 新罗酒店旅游零售分部营收 (十亿韩元)	17
图 42: 新罗酒店旅游零售分部营业利润率 (%)	17
图 43: 2023 年 3-4 月中国餐饮收入超越疫情前同期	18
图 44: 3、4 月限额以上餐饮收入加速增长	18
图 45: 海底捞营收及同比 (亿元, %)	19
图 46: 海底捞归母净利润及同比 (亿元, %)	19
图 47: 海底捞中国大陆餐厅人均消费 (元)	19
图 48: 海底捞中国大陆餐厅翻台率 (次/天)	19
图 49: 同庆楼业务矩阵	20
图 50: 同庆楼食品业务收入及占比 (万元, %)	20
图 51: 同庆楼营业收入及同比 (亿元, %)	20
图 52: 同庆楼归母净利润及同比 (亿元, %)	20
图 53: 中国民航国际客机航班数 (截至 2023 年 6 月 7 日)	21
图 54: 中国民航地区客机航班数 (截至 2023 年 6 月 7 日)	21
图 55: 2023Q1 出境旅游组织人次排名前十的目的地国家或地区	22
图 56: 前十大旅游目的地国家酒店入住率 (%)	23
图 57: 前十大旅游目的地国家国际游客数对比 2019 年 (%)	23

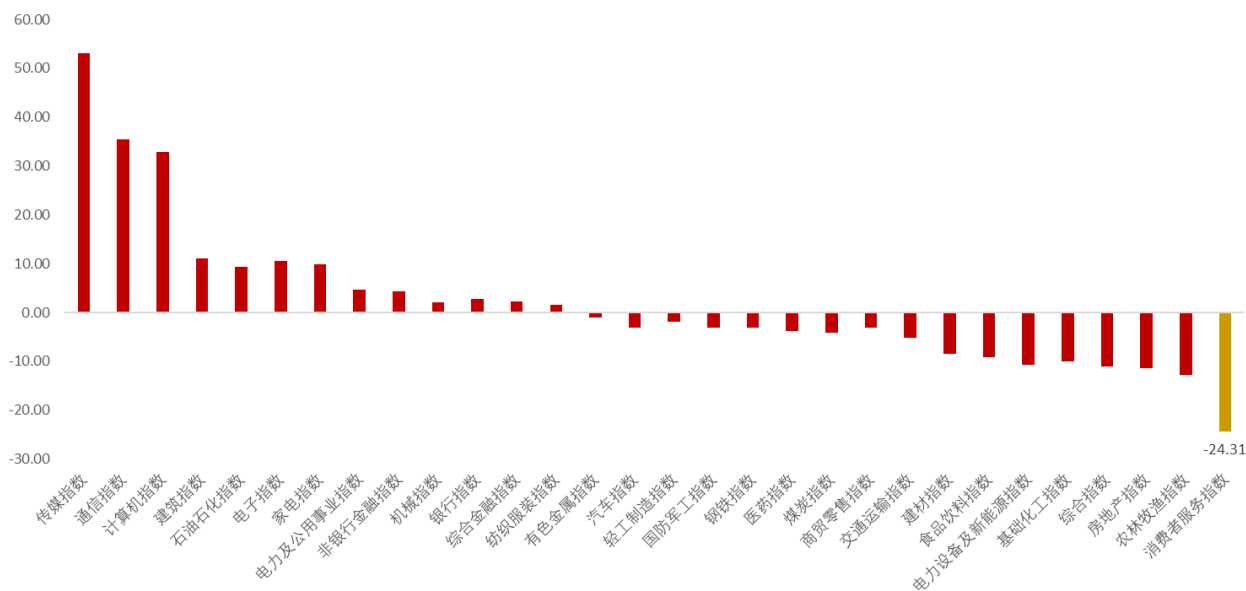
表格目录

表 1: 2023 年以来出入境政策逐步放松	22
表 2: 已开放出境团队游的国家名单 (2023/6/7)	23
表 3: 重点公司盈利预测及投资评级 (2023/6/7)	25

1. 旅游服务类消费率先复苏，静待业绩验证

2023 年以来消费者服务板块持续回调。2023 年以来消费者服务板块下跌 24.31%，沪深 300 指数下滑 1.44%。消费者服务板块跌幅明显，主要系 2022 年底防疫政策快速放松，市场预期提前反应，而 2023 年以来消费复苏低于预期，3、4 月宏观经济数据压力叠加预期兑现，市场对消费者服务板块估值逻辑切换，导致消费者服务板块 2023 年以来持续回调。

图 1：中信板块年初至今涨跌幅（截至 2023 年 6 月 7 日）

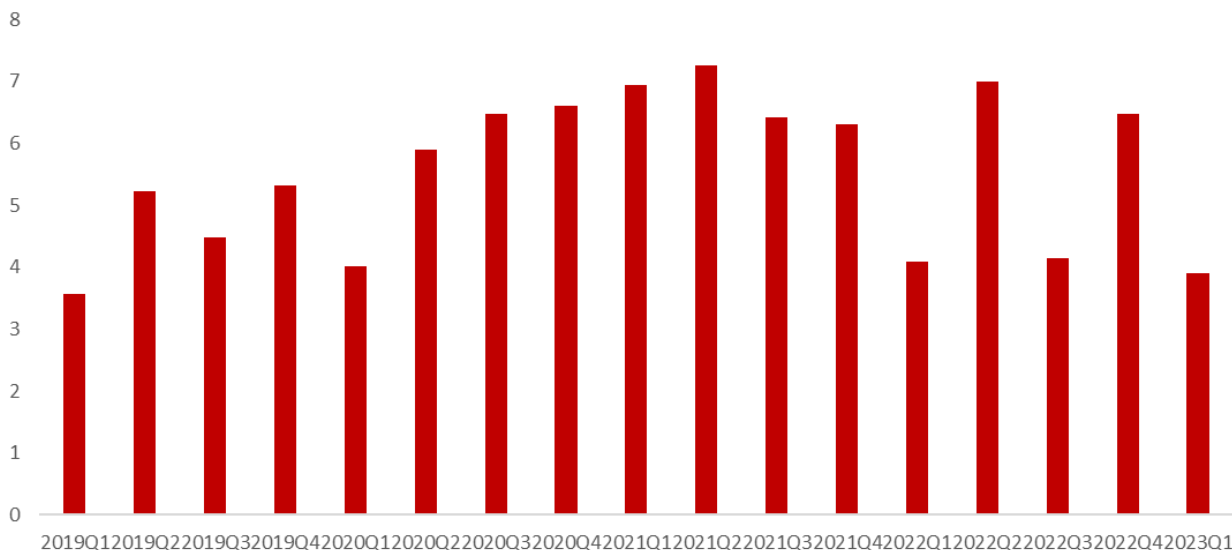


资料来源：iFind，东莞证券研究所

2023 年一季度基金持仓大幅下降。2023 年 Q1 消费者服务板块基金持股比例为 3.90%，环比 2022 年 Q4 大幅下降，略低于 2022 年 Q1 及 2022 年 Q3。2022 年 Q1 及 2022 年 Q3 国内疫情大范围蔓延，导致市场对消费者服务板块预期下行，基金持仓相应减少。2022 年 Q2 国内疫情逐步受控，2022 年 Q4 国内防疫政策快速放松，基金在消费者服务板块持股比例分别达 6.99%、6.48%。整体来看，2022 年基金持股比例与疫情及防疫政策预期息息相关，2023 年一季度受预期兑现及年报业绩影响出现大幅回落。

图 2：中信消费者服务板块基金持仓比例变化

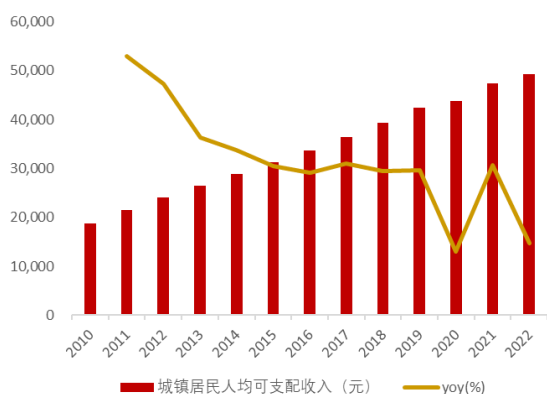
CS消费者服务



资料来源：iFind，东莞证券研究所

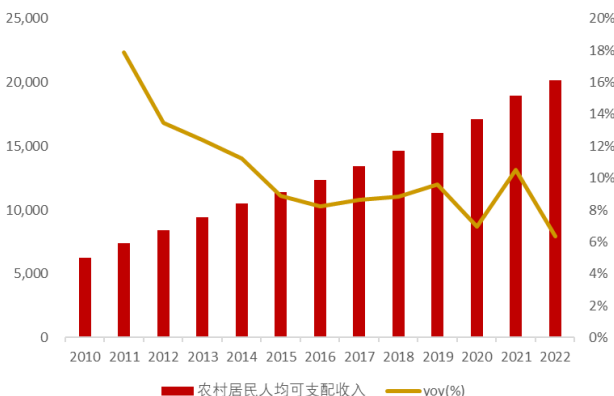
我国居民人均可支配收入稳步增长，旅游消费潜力巨大。2022 年疫情大范围蔓延但城镇及农村居民人均收入增长相对稳定。消费支出方面，2022 年城镇居民消费支出为 30391 元，同比基本持平，全国居民消费水平为 31718 元，同比上升 2.27%，相对稳定。整体来看，疫情期间居民收入保持稳步增长，消费支出受疫情影响放缓，我们认为 2023 年居民实际消费能力或有所提升，随着疫情结束出游需求报复式反弹，旅游消费或将出现较快增长。

图 3：城镇家庭人均可支配收入（元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

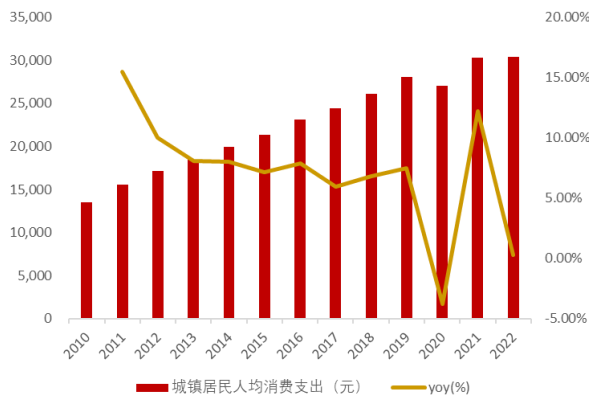
图 4：农村居民人均可支配收入（元）及同比（%）



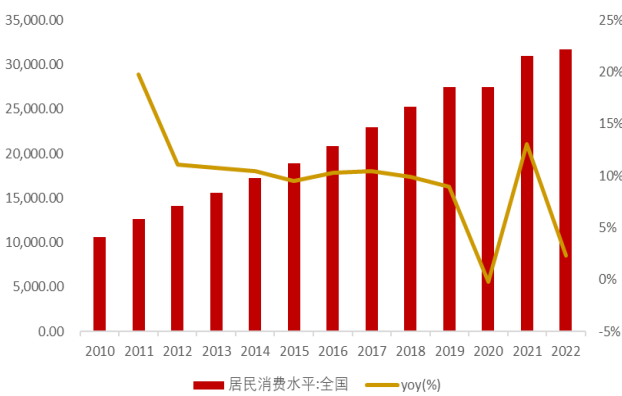
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 5：城镇居民人均消费支出（元）及同比（%）

图 6：全国居民消费水平（元）及其同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所



资料来源：ifind，东莞证券研究所

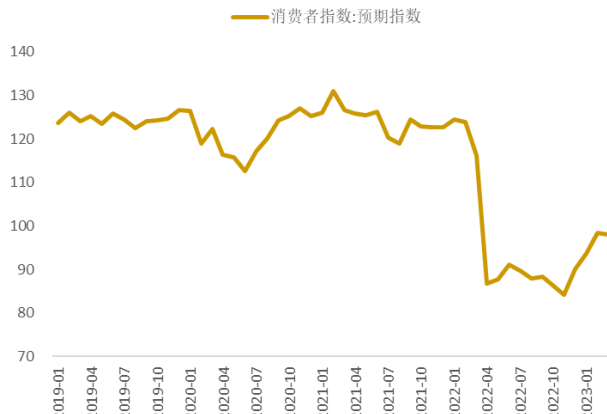
消费信心回升，旅游服务类 CPI 同比增速遥遥领先，静待业绩验证。乙类乙管后消费者信心快速回升，截至 2023 年 3 月，消费者信心指数提升至 94.9%，其中，消费者预期指数为 98%。快速修复的消费者信心促使旅游服务消费快速释放，随着旅游出行报复式反弹，2023 年旅游 CPI 同比增幅遥遥领先。预计下半年旅游旺季将进一步释放旅游消费潜力，静待旅游服务板块业绩验证。

图 7：消费者信心指数

图 8：消费预期指数

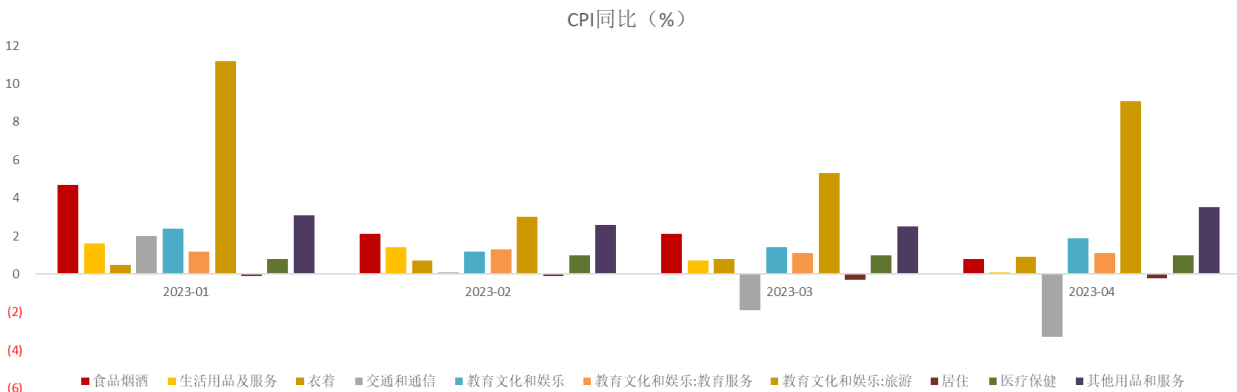


资料来源：iFind，东莞证券研究所



资料来源：iFind，东莞证券研究所

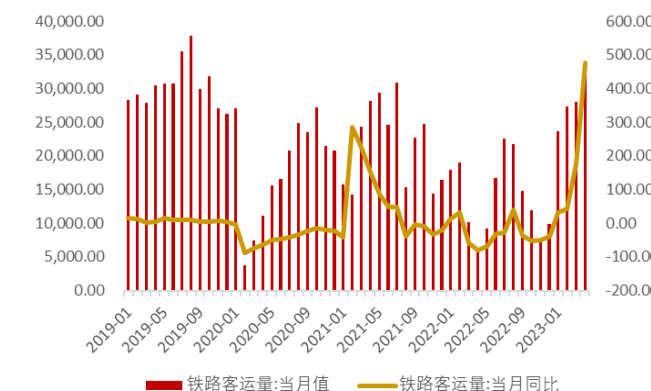
图 9：CPI 同比变化（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

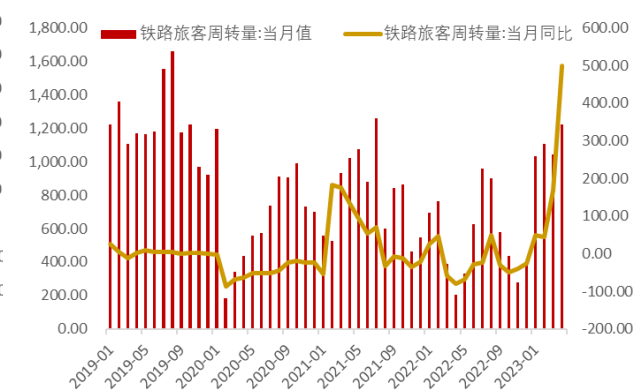
疫情快速过峰，国内出游快速修复。乙类乙管后，国内疫情高峰期快速度过，国内出游需求大幅反弹。2023 年 1-4 月，国内铁路客运量与旅客周转量已基本恢复至 2019 年同期水平，国内民航客运量与周转量快速爬坡，至 4 月已接近疫情前水平，国内出游快速修复。

图 10：国内铁路客运量及同比增速（万人次，%）



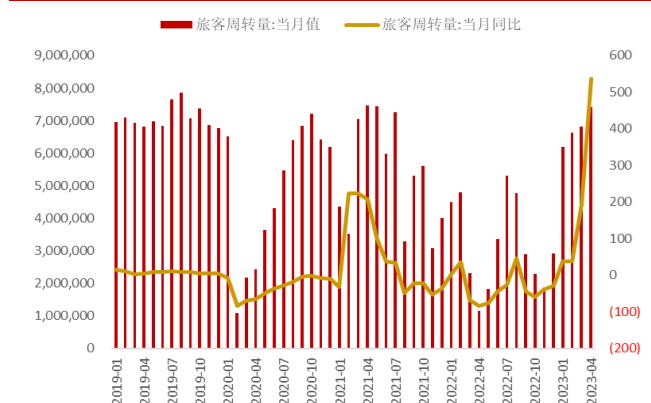
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 11：国内铁路周转量及同比增速（万人公里，%）



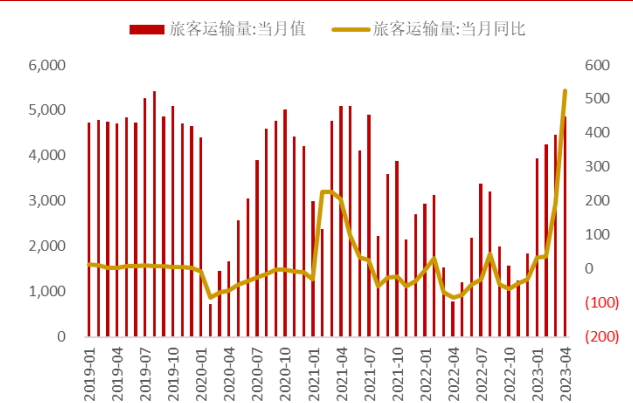
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：国内民航旅客运输量及同比增速（万人次，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

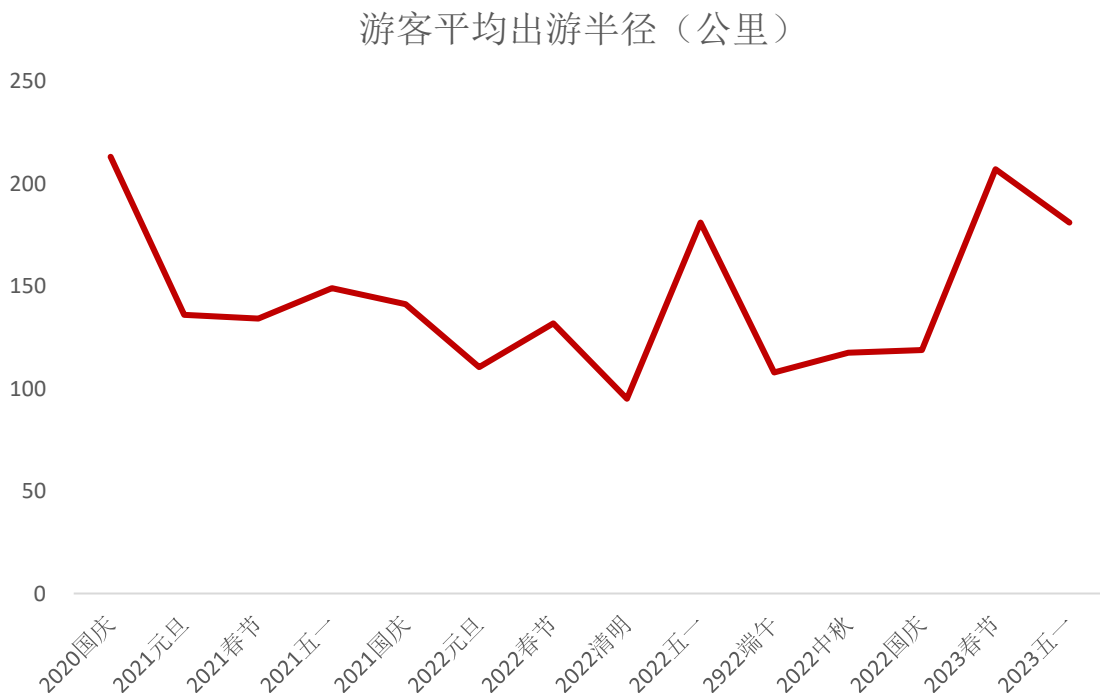
图 13：国内民航周转量及同比增速（万人公里，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

出游半径或仍有提升空间，看好下半年高消费的长途游修复带动旅游消费水平提升。2023 年国内游客平均出游半径大幅增长，2023 年五一期间平均出游半径为 180.82 公里，但国内旅游消费相对 2019 年的恢复程度与旅游人数相比有明显差距，意味着国内旅游消费仍有较大的修复空间，也与上半年各国有景区免票揽客、各省市推出扶持旅游消费的消费券等政策支持有关。我们预计下半年国内游需求进一步释放，长途游占比有望继续提升并加速旅游消费修复，看好下半年旅游出行板块个股业绩复苏。

图 14：近年来游客节假日出游半径变化

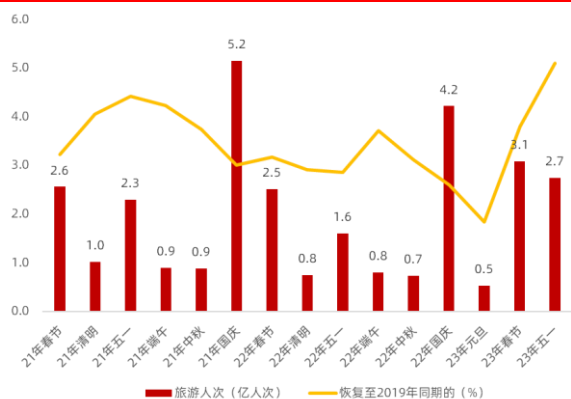


资料来源：中国旅游研究院，东莞证券研究所

2. 国内客流快速反弹，关注旅游景区业绩增长

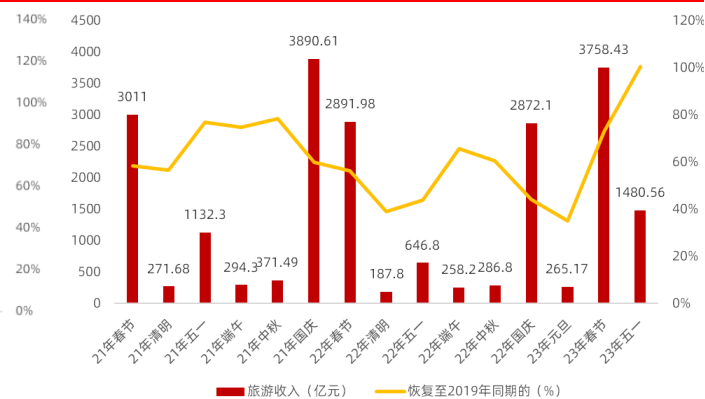
2023 年上半年国内出游快速复苏。春节长假期间，国内出游人数达 3.1 亿人次，实现国内旅游收入 3758.43 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 88.6%、73.1%，而 2023 年五一黄金周，国内出游人数及旅游收入分别为 2.7 亿人次、1480.56 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 119.09%、100.66%，均已超越 2019 年水平。整体来看，2023 年一季度国内旅游总人次 12.16 亿，同比增长 46.5%；国内旅游收入 1.30 万亿元，同比增长 69.5%。

图 15：节假日出游人数及恢复情况（亿人次，%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 16：节假日旅游收入及恢复情况（亿元，%）

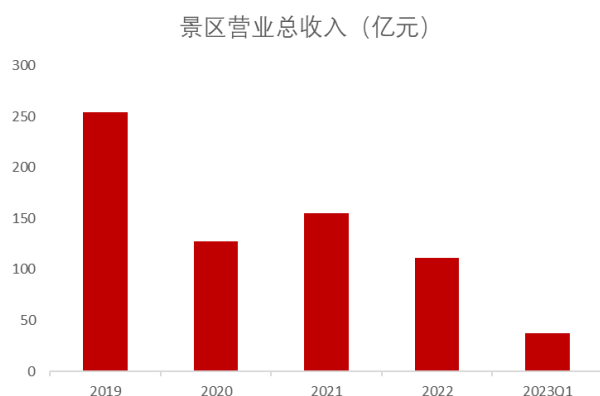


资料来源：文旅部，东莞证券研究所

注：因2023年清明假期为单休，不具有可比性，未纳入统计

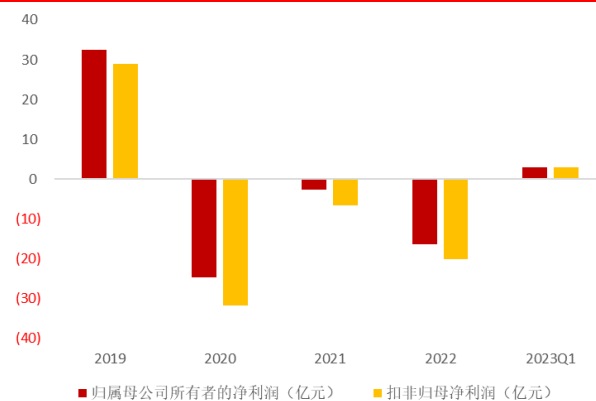
上半年国内出游恢复态势良好，快速增长的国内游客数量和旅游消费有望带动旅游景区板块个股业绩快速修复。景区客流快速修复，乙类乙管后核心景区客流率先反弹，带动业绩快速增长。其中，黄山景区 2023 年一季度累计接待进山游客 84.51 万人，较去年同期 20.51 万人增加 64.01 万人，增幅 312.13%；峨眉山一季度累计接待人次达 114.22 万人次，同比增长 75.9%；丽江股份三条索道共计接待游客 140.17 万人次，同比上升 412.12%。受客流报复式反弹影响，2023 年一季度景区板块营业总收入达 37.72 亿元，同比增长 65.79%；归母净利润为 2.98 亿元，扭亏为盈。但 2023 年一季度景区板块业绩与 2019 年仍有差距，一是受疫情高峰期影响，二是上市景区恢复程度分化，宋城演艺拥有的多个千古情景区于 3 月逐步复园，上海千古情等部分项目延迟开业，导致一季度业绩反弹相对缓慢。

图 17：中信景区板块总营收（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：中信景区板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2023 年下半年旅游旺季有望加速业绩释放。2023 年五一旅游出行火爆，根据携程报告，2023 年五一游客出游半径较去年同期增长 25%，跨省酒店预订占比超 7 成，国内景区门票票量同比增长 9 倍，较疫前 2019 年五一增长超 2 倍。被疫情压抑三年的出游需求报复式反弹如期而至，我们认为五一未能完全释放积蓄三年的出行需求，下半年需求有望加速释放。3 月以来，携程平台团队游订单量同比增长超 10 倍，提前一个月订暑假的单量同比大涨超 20 倍。截至 5 月 16 日，携程暑期订单量已经全面超过 2019 年同期下半年，暑运期间机票均价为 1509 元，搜索热度较 2019 年增长 22.9%。2023 年下半年暑期旺季与十一黄金周等窗口期有望加速出游需求释放，景区类个股业绩可期。

预期先行叠加旅游热度提升，旅游景区板块有望率先反弹。受疫情高峰期及春节返乡需求强劲影响，一季度景区板块仍有部分个股未能扭亏为盈。热门景区天然具有稀缺属性，近期景区板块估值企稳后快速回升，我们认为一季报业绩因素已逐渐消化，端午、暑假旺季、亚运会及国庆等催化下半年旅游景区板块盈利能力有望得到释放，预期先行叠加“寺庙旅游热”、“特种兵式旅游”的兴起，景区板块有望迎来业绩与估值双击。

3. 客流快速反弹带动酒店供需剪刀差扩大

疫情受控后酒店需求快速释放。酒店需求主要来源于异地游客，受疫情管控影响较大，乙类乙管后国内出行需求释放，2023 年一季度商务差旅出行率先修复，带动酒店经营业绩快速回升。2023 年一季度，国内三大连锁酒店集团锦江、华住、首旅平均出租率分别为 61.66%、76%、60.9%，环比 2022 年四季度均大幅提升，但较 2019 年同期仍有较大差距，主要系一季度国内处于乙类乙管后的疫情高峰期，叠加积蓄三年的春节返乡需求，一季度酒店住宿需求未能完全恢复至疫情前水平。受近年来酒店结构中高端化影响，三大酒店集团 RevPAR 恢复更为强劲，2023Q1，锦江、华住、首旅 RevPAR 分别为 147.54 元/间、210 元/间、131 元/间，分别恢复至 2019 年同期的 102.6%、121.4%、97.0%。下半年端午小长假与暑期旺季临近，预计将加速休闲客流旅游住宿需求释放，带动酒店平均入住率进一步回升，酒店需求有望继续增长。

图 19：锦江、首旅、华住平均出租率（%）

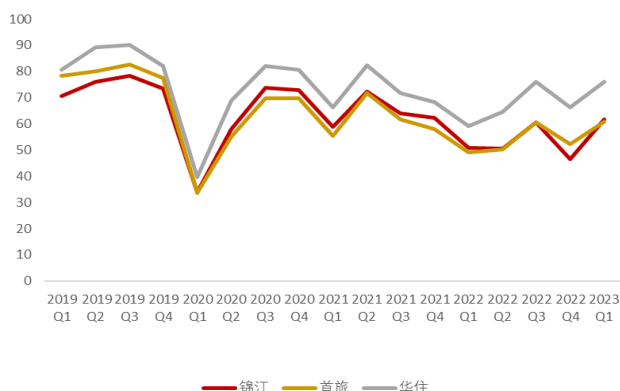
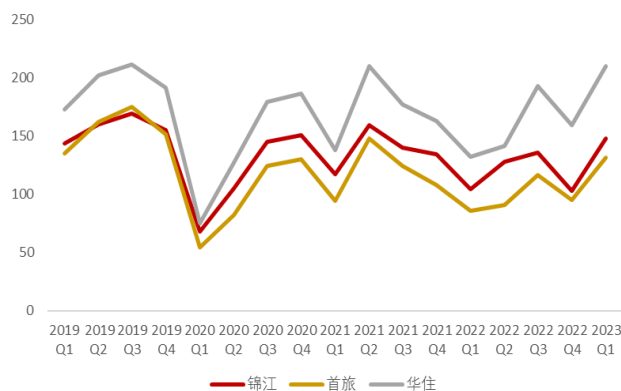


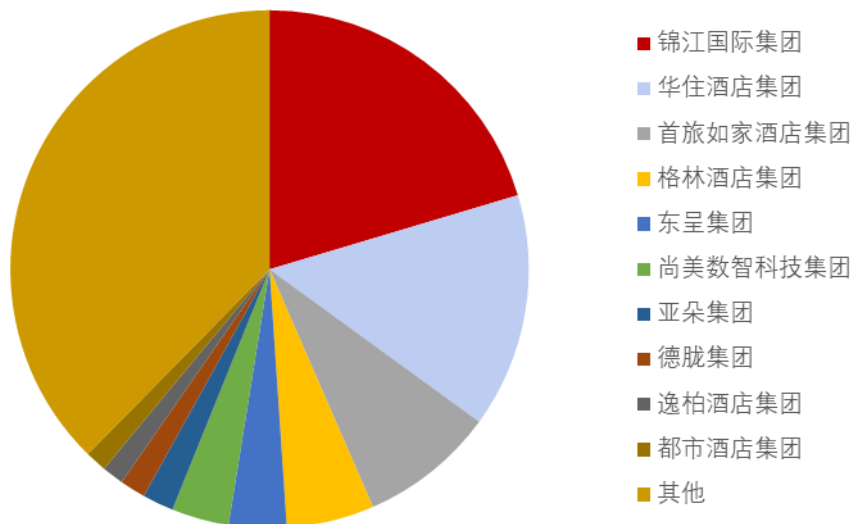
图 20：锦江、首旅、华住 RevPAR（元/间）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 21：前十家酒店集团市占率（%）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

疫情推动住宿业供给出清，2022 年末供给小幅回升。根据中国饭店协会报告，2019 年末至 2022 年末全国住宿业设施数分别为 60.8 万家、44.7 万家、36.1 万家、43 万家；住宿业客房规模分别为 1891.7 万间、1620.4 万间、1423.7 万间、1529.1 万间。其中酒店业设施数分别为 33.8 万家、27.9 万家、25.2 万家、27.9 万家。疫情期间酒店及住宿业设施供给大幅出清，2022 年新冠疫情进一步蔓延，但住宿业设施数量回升，主要系年底防疫政策放松后被征用的隔离酒店供给释放（被征用的隔离酒店不纳入统计）及部分暂停营业的酒店、民宿恢复营业所致。从客房规模来看，酒店客房供给相对 2022 年初增长 5.9%，其他住宿业设施（按照文旅部的评定标准，客房数低于 15 间的分为其他住宿业）客房数量相对 2022 年初增长 33.57%，小型民宿等其他住宿业设施在乙类乙管后迅速恢复营业，但我们认为该等设施与酒店业设施对应的目标客户群体不同，酒店业供给较 2022 年初仅小幅增长，相较 2019 年仍有较大缺口。

图 22：全国住宿业规模

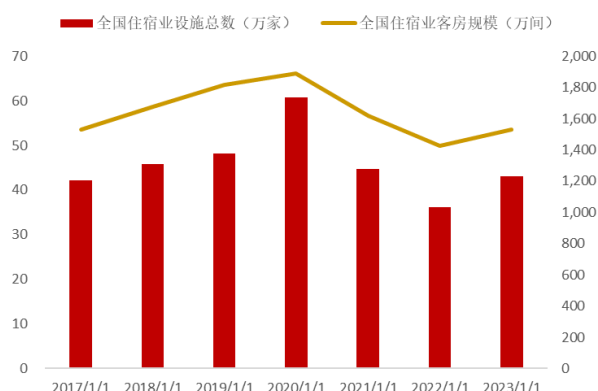
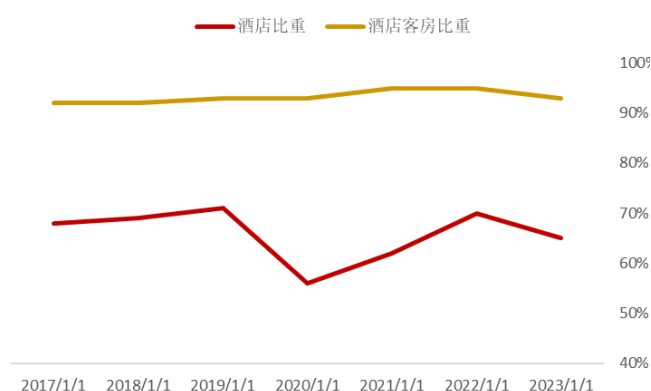


图 23：全国酒店业规模



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

图 24：全国酒店业及其他住宿设施规模

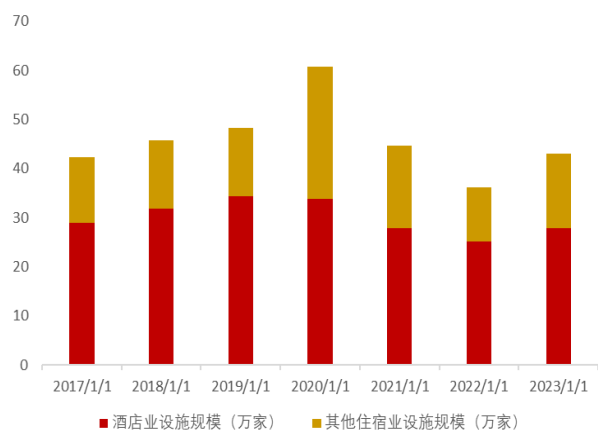
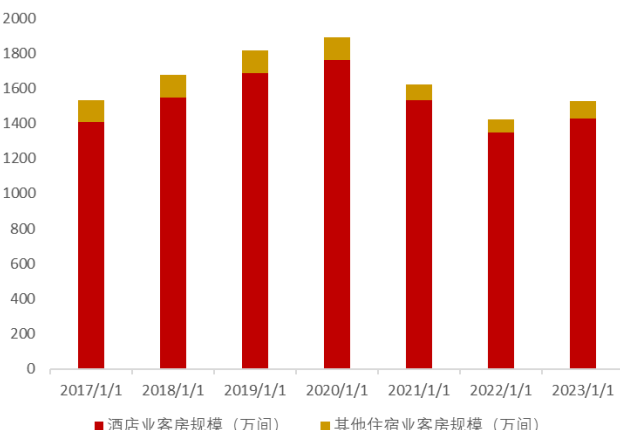


图 25：全国酒店业及其他住宿设施客房规模



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

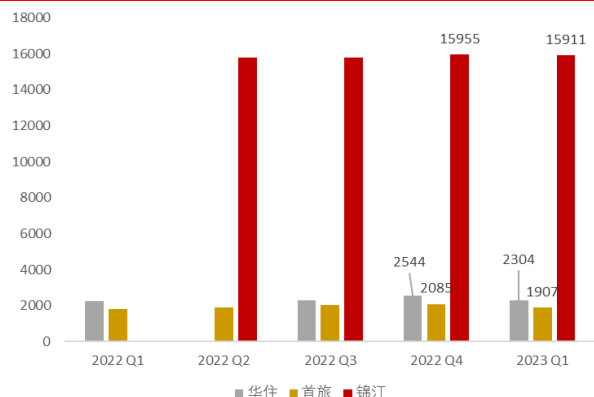
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

注：数据统计日期为当年末日或下一年度首日

受疫情影响 2023 年储备酒店签约及转化阶段性遇冷。2022 年国内疫情蔓延，下半年至 2023 年一季度防疫政策快速放松的同时疫情进入高峰期，不确定性导致酒店投

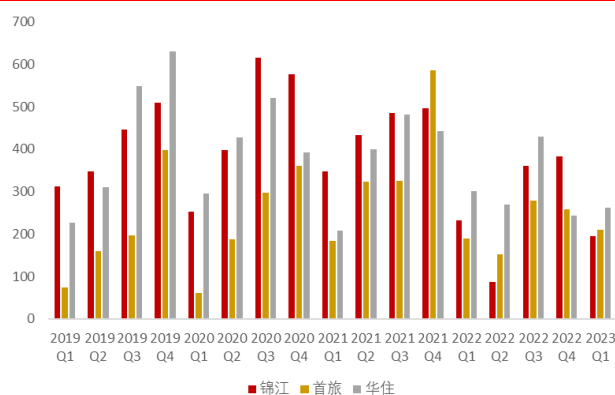
资者以观望为主，2023 年一季度三大酒店集团签约酒店开业数量及新签约酒店均遇冷。2023 年一季度，锦江、首旅、华住三大酒店集团新开业酒店数量合计 667 家，上年同期为 724 家，环比减少 24.6%；签约酒店数量合计 20122 家，较 2022 年四季度减少 462 家。

图 26：锦江、首旅、华住 pipeline（间）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

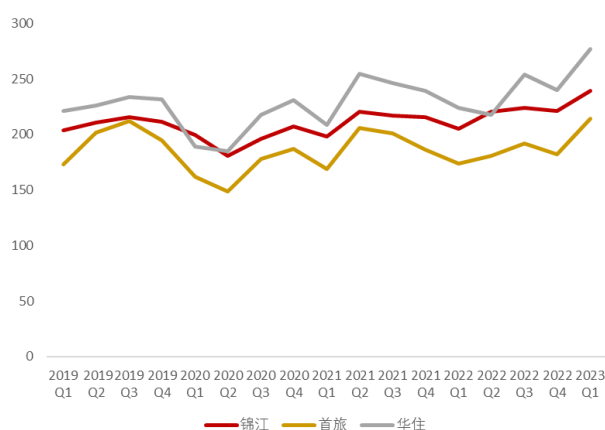
图 27：锦江、首旅、华住新开业酒店数量（间）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

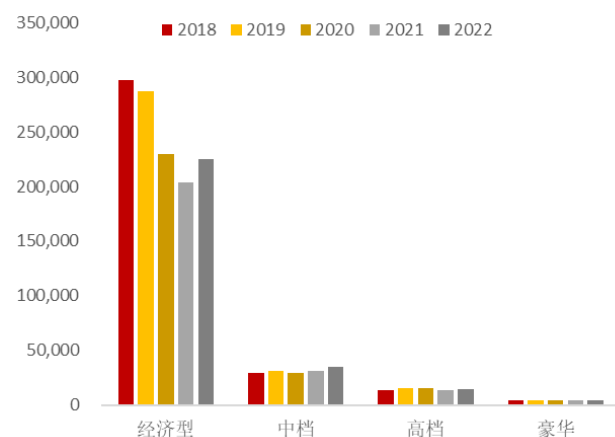
客流复苏系确定性事件，2023 年酒店供需剪刀差快速扩大有望推动房价进一步上涨，关注旺季供需紧平衡黄金窗口。2023 年以来三大酒店集团经营指标快速恢复，国内客流快速复苏，五一假期期间，全国整体入住率最高达到 90.9%，平均房价达 865 元。看好下半年暑期旺季客流进一步释放，叠加供给出清，需求加速释放带动酒店旺季供需差扩大。被疫情压制三年的旅游需求报复式反弹，但酒店供给增速阶段性放缓导致供需紧平衡，下半年旅游旺季与商旅活动逐步修复或将放大供需失衡，旺季酒店平均房价有望进一步上涨，关注旺季黄金窗口。根据万豪国际集团业绩交流，2023 年一季度拥有大量中高端及奢华酒店的万豪国际集团经营指标明显提升，万豪大中华区 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 95%，其中，中国大陆地区 RevPAR 已超越疫情前水平。考虑到 2023 年一季度恢复缓慢的国际客流，中国内生需求已成为驱动中高端酒店业绩增长的主要引擎，长期看好中国酒店结构的中高端化推动平均房价持续提高。

图 28：锦江、首旅、华住平均房价（元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 29：中国酒店结构变化（按酒店数计算）

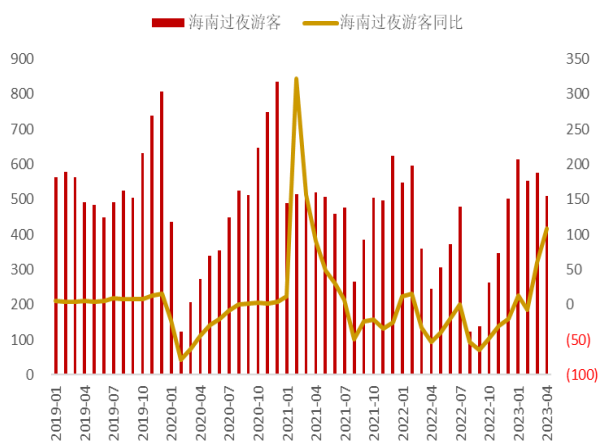


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

4. 免税短期业绩阵痛不改长期竞争优势

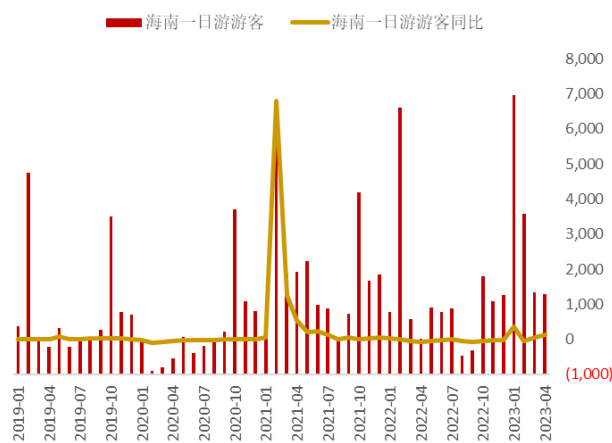
海南客流数量优于疫情前和 2022 年水平。2023 年 1-4 月，海南接待过夜游客数 2254.58 万人次，同比增长 29.1%，较 2019 年同期提高 2.7%；海南一日游游客数为 1143.78 万人次，同比增长 43.1%，较 2019 年同期提高 94.3%。整体来看，2023 年 1 至 4 月海南游客数高于疫情前和上年同期水平。

图 30：海南过夜游客数及同比（万人次，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

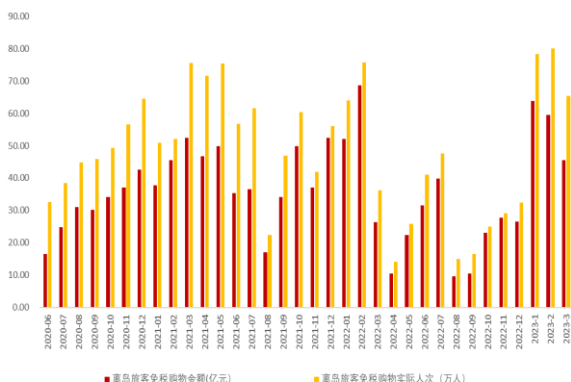
图 31：海南一日游游客数及同比（万人次，%）



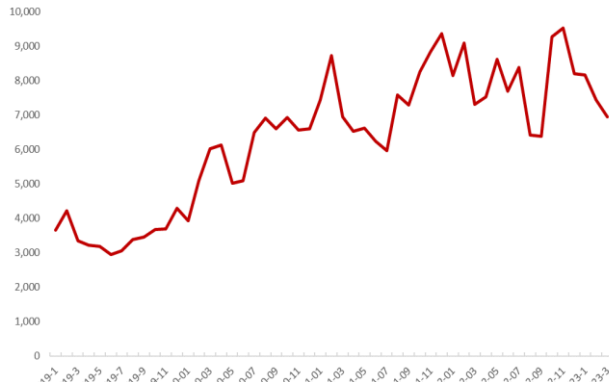
资料来源：iFind，东莞证券研究所

2023 年一季度离岛免税购物额逐步下降，客单价回落。2023 年 1-3 月，离岛免税购物额分别为 63.80 亿元、59.46 亿元、45.44 亿元，乙类乙管后首月离岛免税购物额大幅增长，但其后逐渐回落，与离岛免税购物人次变化趋势不符，主要系离岛免税购物客单价大幅回落所致，2023 年 1-3 月免税客单价分别为 8150.61 元、7437.93 元、6949.89 元。

图 32：新政后离岛免税购物额（亿元）及人次（万人）图 33：离岛免税客单价变化（元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

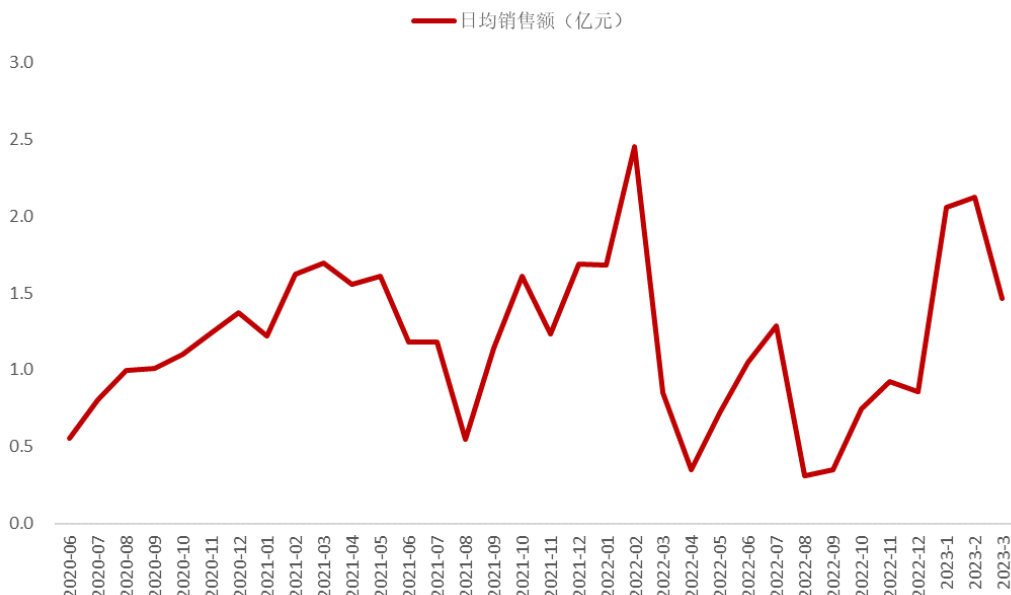
客流整体稳定，多重因素影响致免税销售额下降。整体来看，2023 年以来海南游客数及免税客流均好于此前水平，但 2023 年 1、2 月旺季结束后日均销售额大幅下

降，离岛免税购物额下降主要系客单价变化所致。受离岛免税销售额下降影响，2023 年一季度中国中免业绩增速不及预期，我们认为存在多重因素影响：

- (1) 其一为存货问题。免税商品采购及运输周期较长，2022 年末中免遭遇爆款商品断货，但受到全国疫情高峰期及采购进货周期影响，热门商品出现较长时间的缺货断货现象，影响购物体验与业绩释放。
- (2) 其二为汇率波动。同样受采购进货周期影响，中免于 2022 年美国加息导致的美元强势期采购的商品在 2023 年一季度出售时因汇率波动以人民币计价产生了大量的汇兑损益，对业绩产生负面影响。
- (3) 其三为客流结构变化。乙类乙管后国内出游不再受政策限制，游客拥有更多选择，2023 年五一，三亚跌出携程热门旅游目的地前十榜单，游客阶段性减少压制免税预期。疫情期间国内出游不便，代购客流是离岛免税高客单价的重要原因，2023 年客流结构回归正常，家庭游客多导致客单价下降，且 2023 年海南政府加大打击套代购问题，多次强调打击“套代购”问题，5 月海南省市场监管局印发《关于深入开展打击治理离岛免税“套代购”走私行为有关工作的通知》，再次加大对代购的打击力度，导致客单价逐渐回归正常。
- (4) 其四为折扣变化影响。随着品牌方压力加大与国企改革对盈利能力的要求提升，中免此前的高折扣率逐渐收紧，叠加 6 月 1 日起中免调整积分政策，由 30 元得 1 积分（1 分抵用 1 元）调整为每消费 100 元积 1 分，变相缩减优惠力度。

此外，三亚海棠湾国际免税城承载能力不足影响优质客流释放、海口国际免税城处于爬坡期，以及去年机场免税租金冲回造成的高基数影响均导致中免业绩表现不及预期。

图 34：新政后离岛免税日均销售额（亿元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

图 35：携程 2023 年五一出游目的地前十



资料来源：携程黑板报，东莞证券研究所

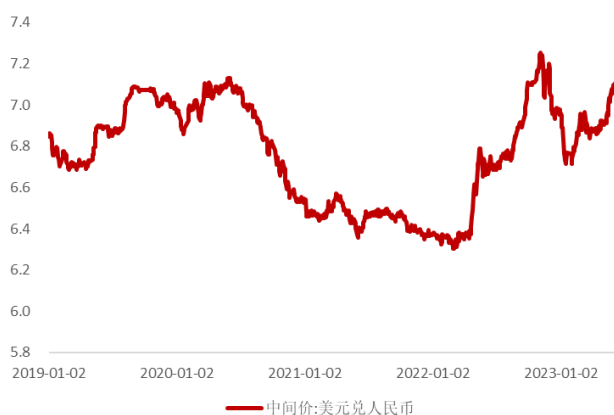
图 36：中免会员积分政策变化



资料来源：中免会员，东莞证券研究所

展望 2023 年下半年，影响免税业绩的负面因素逐渐消散，静待免税景气拐点。当前美元兑人民币汇率趋于稳定，预计汇兑影响将在三季度逐渐淡化，下半年存货问题有望得到明显改善，暑期旅游市场旺盛，公司客流结构有望逐渐优化，客单价有望恢复增长。长期来看，23 年有望成为景气度改善拐点。2023 年海口国际免税城业绩爬坡，三亚国际免税城河心岛项目引入 Lv、Dior 等品牌入驻，有望优化客流结构。免税供给增长或有效改善消费者购物体验，海口国际免税城与三亚海棠湾有望逐步打造成为高端旅游消费中心，客单价有望逐渐提升。此外，中免收购中出服部分股权，扩大市内及口岸免税覆盖范围，市内免税政策出台后亦将进一步截留奢侈品消费，公司长期竞争优势仍显著。

图 37：美元兑人民币中间价



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 38：LV 官宣于 2023 年 9 月入驻三亚海棠湾

LOUIS VUITTON TALENT DAY | 梦海炙热，三亚等你集合！

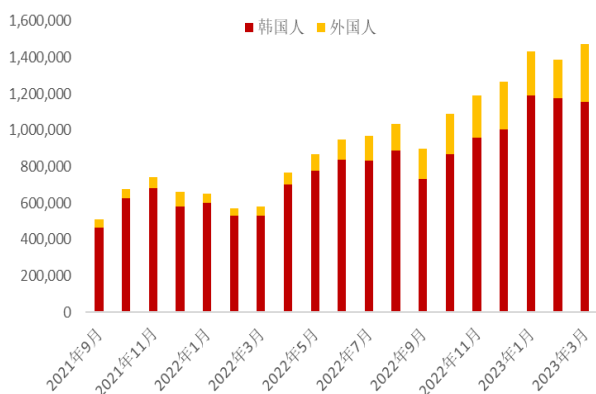
路易威登招聘 2023-04-12 19:00 发表于上海



资料来源：路易威登招聘，东莞证券研究所

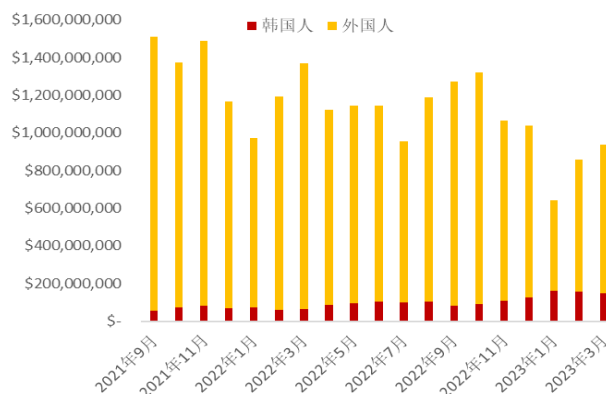
国际竞争减弱，中国免税商竞争力持续提升。日韩等国际免税商是中国本土免税商主要的竞争对手，其免税商品通过代购流入国内，冲击中国本土市场。疫情期间，韩国海关允许韩国免税商转让免税存货，韩国免税商通过大额返点销售库存商品以维持货量，加大了对中国本土市场的冲击。根据韩国第二大免税零售商新罗酒店财报披露，新罗酒店 2021 年二季度佣金费率达到 30.02%（后续佣金未披露），考虑到 2022 年新罗酒店营业利润率进一步下降，并于 2022 年四季度达到-1.78%，我们认为大客户模式下韩国免税商佣金费率或进一步提升。2023 起，外国人在韩国免税购物金额明显下降，2023 年一季度新罗酒店旅游零售分部营收环比下降 46.62%的同时营业利润率回升 5.88 个百分点至 4.10%。我们认为疫情结束后韩国或已普遍取消大客户模式，返点佣金下降导致对代购吸引力逐渐下降，长期来看韩国免税品对中国本土免税商的冲击或持续减弱，中国免税商竞争力持续提升有望吸引更多消费回流国内。

图 39：2021 年以来韩国免税购买者分布（万人次）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

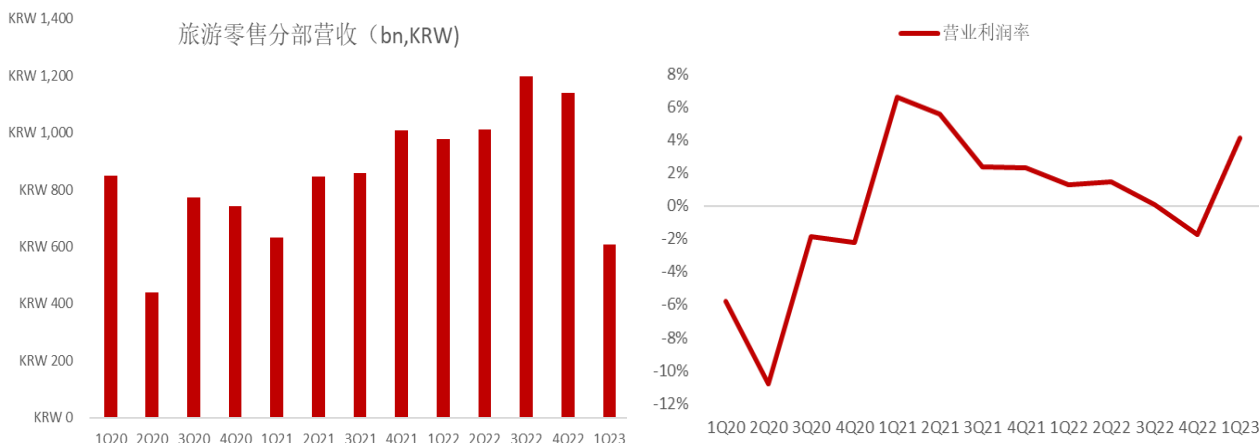
图 40：外国人在韩国免税购物金额逐渐下降



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 41：新罗酒店旅游零售分部营收（十亿韩元）

图 42：新罗酒店旅游零售分部营业利润率（%）



资料来源：新罗酒店，东莞证券研究所

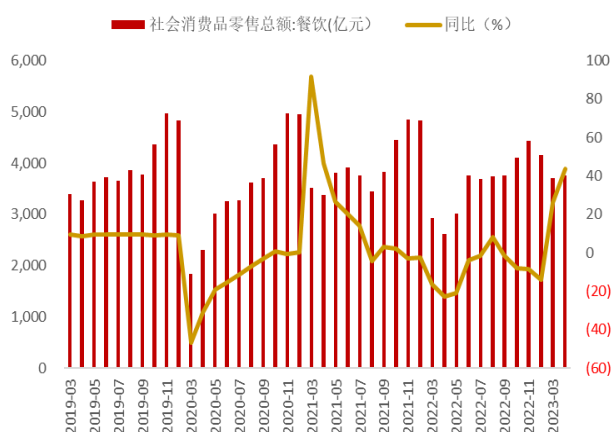
资料来源：新罗酒店，东莞证券研究所

5. 餐饮企业精炼内功，关注业绩弹性

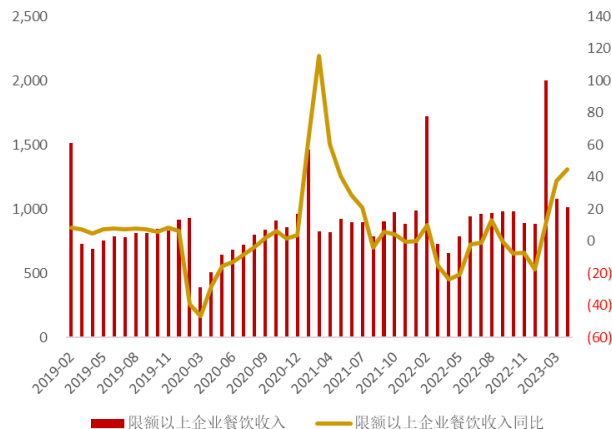
2023 年餐饮消费快速反弹，看好下半年景气延续。乙类乙管后，线下消费场景快速复苏，餐饮率先受益。2023 年 3、4 月社零餐饮消费总额分别为 3707.1 亿元、3751.5 亿元，同比分别增长 26.3%、43.8%，分别恢复至 2019 年同期的 109.3%、114.4%。限额以上餐饮企业收入增速与餐饮收入整体复苏进度趋同，餐饮消费场景全面复苏。下半年餐饮业景气度有望延续，餐饮板块业绩具有较高确定性。

图 43：2023 年 3-4 月中国餐饮收入超越疫情前同期

图 44：3、4 月限额以上餐饮收入加速增长



资料来源：iFind，东莞证券研究所

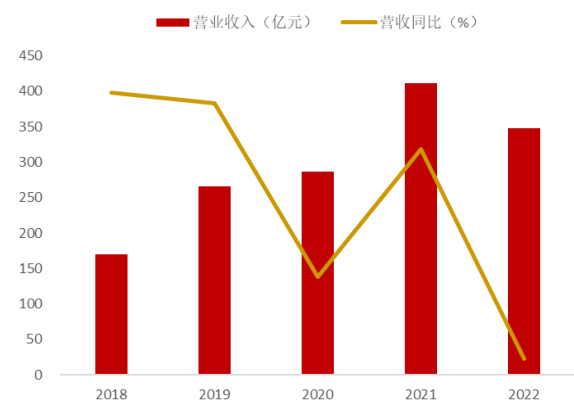


资料来源：iFind，东莞证券研究所

餐饮企业精炼内功提升业绩弹性。上市餐饮企业多为直营企业，经营杠杆受疫情影响较大，疫情期间餐饮企业持续优化门店模型，提升经营效率，放大经营杠杆。以海底捞为例，2021 年海底捞实现营业收入 411.12 亿元，同比增长 43.68%，但归母净利润为-41.63 亿元，出现巨幅亏损。2021 年 11 月，海底捞决定在 2021 年底前逐步关停 300 家左右客流量较低或经营业绩不及预期的门店并宣布实施啄木鸟计划，聚焦提升提升经营效率。2022 年 9 月，海底捞启动“硬骨头”计划，重开了部分关停餐厅，在持续关注提升经营状况的同时恢复门店数量增长，放大经营杠杆。2022

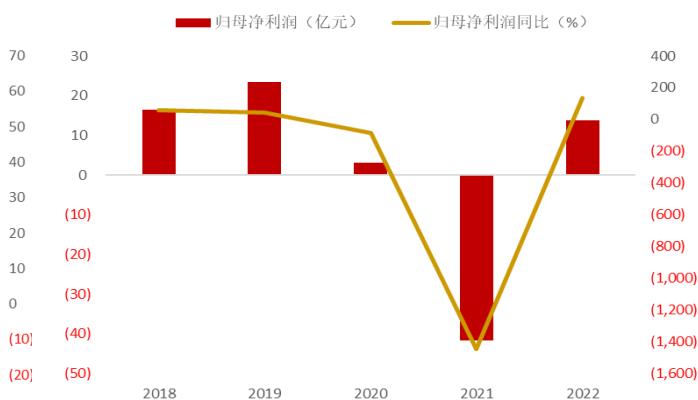
年海底捞实现营业收入 347.41 亿元，同比下降 15.5%，但归母净利润为 13.74 亿元，在疫情大面积蔓延的情况下实现扭亏为盈。随着 2023 年餐饮消费迅速复苏及疫情等负面因素消散，看好海底捞等餐饮品牌受益于经营管理效率提升带来的业绩增长。

图 45：海底捞营收及同比（亿元，%）



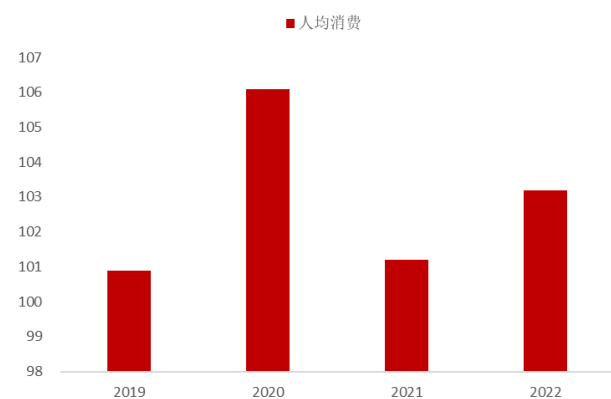
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 46：海底捞归母净利润及同比（亿元，%）



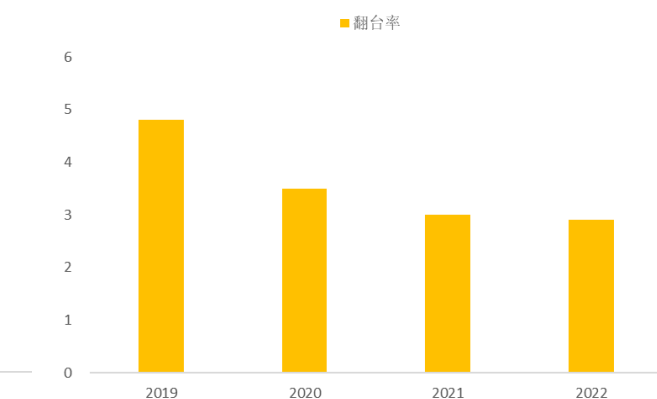
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 47：海底捞中国大陆餐厅人均消费（元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 48：海底捞中国大陆餐厅翻台率（次/天）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

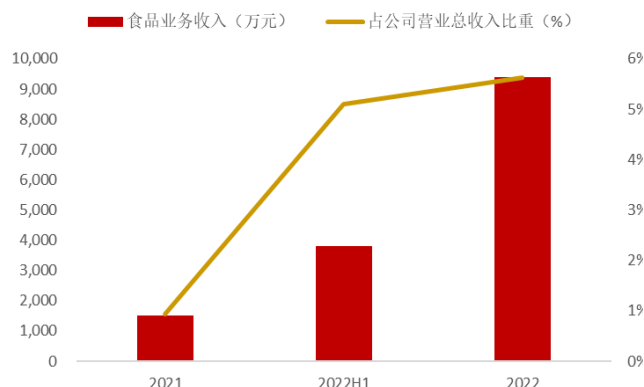
积极探索新业务模式，食品外卖等新业务打开第二增长曲线。除了提升自身经营效率外，同庆楼等餐饮企业积极探索新的业务模式，拓宽收入来源，降低疫情冲击。同庆楼在自身餐饮宴会核心业务的基础上延申出宾馆业务，成立富茂 Fillmore 宴会酒店品牌，解决酒店多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题以及餐饮顾客切实存在的住宿需求。此外，同庆楼充分发挥自身百年品牌优势，凭借旗下大量大厨的研发能力，发展“同庆楼大厨菜（预制菜）”业务，在 2021 年成立首年实现营业收入 1511.25 万元，占公司总营收比重为 0.9%，2022 年营业收入达到 9393.99 万元，占公司总营收比重提升至 5.6%，营收快速增长。随着同庆楼大厨菜 SKU 数量和合作渠道数量快速增长，我们预计食品业务将成为同庆楼业绩增长新的引擎。疫情期间海底捞、全聚德等门店亦积极探索餐饮外卖及食品预制菜等业务，有望成为餐饮企业第二增长曲线。

图 49：同庆楼业务矩阵



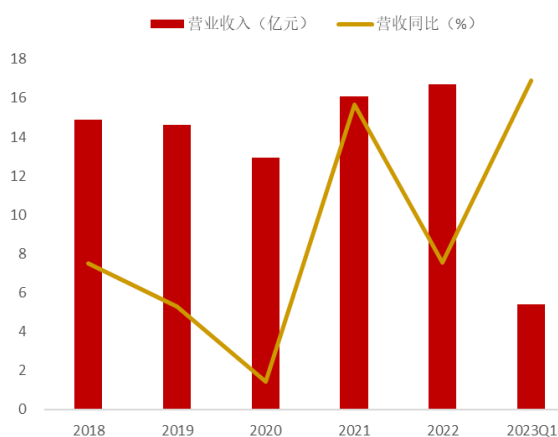
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 50：同庆楼食品业务收入及占比（万元，%）



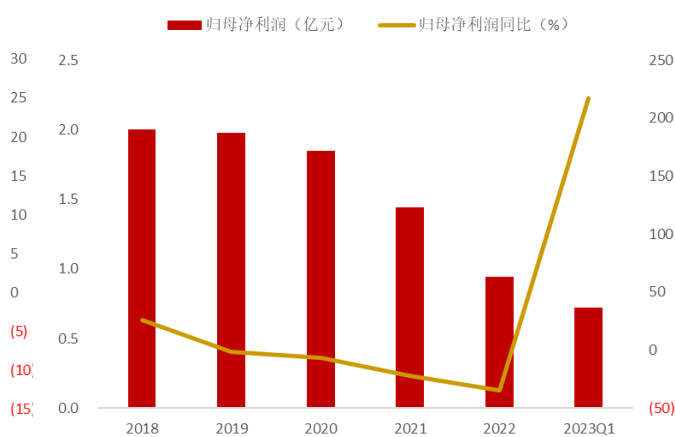
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 51：同庆楼营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 52：同庆楼归母净利润及同比（亿元，%）



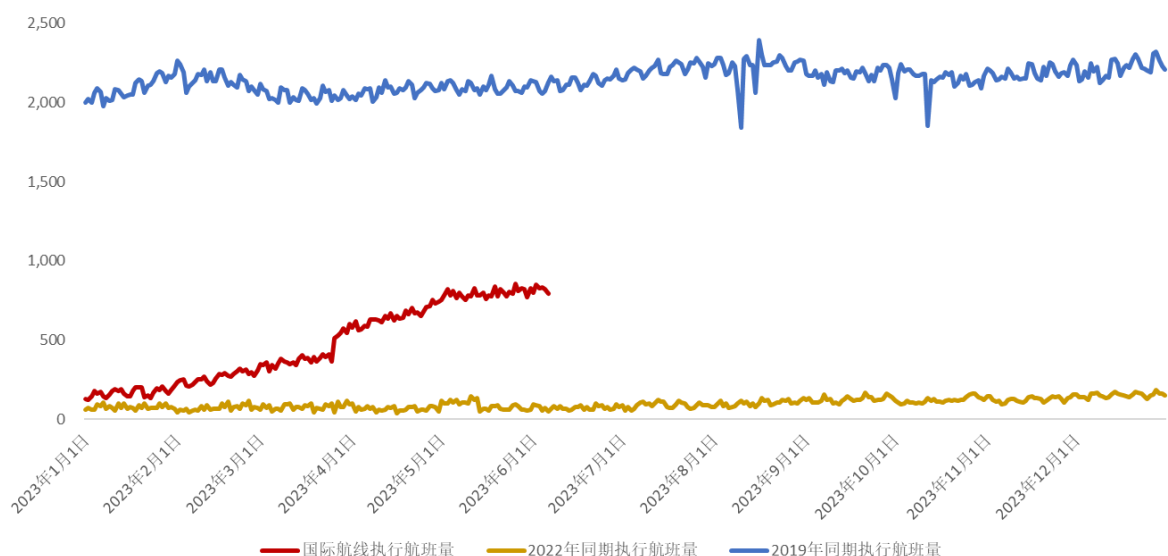
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

个股业绩弹性分化，挖掘高业绩弹性个股。餐饮企业面对疫情采取了不同的策略，业绩弹性或有所分化，在餐饮消费快速反弹的 β 行情下挖掘高业绩弹性的优质个股机会。短期建议关注海底捞、海伦司等企业主动优化商业模式，提升经营效率，疫情结束后高经营杠杆有望放大业绩弹性。同庆楼、全聚德等企业历史悠久、模式较为成熟，积极探索新业务，以新业务增量弥补疫情对餐饮业的影响，长期有望持续贡献业绩增长。餐饮企业商业模式转型优化和新业务探索将强化业绩表现，2023 年餐饮企业业绩有望超预期，建议关注餐饮业绩弹性提升。

6. 出境游静待复苏

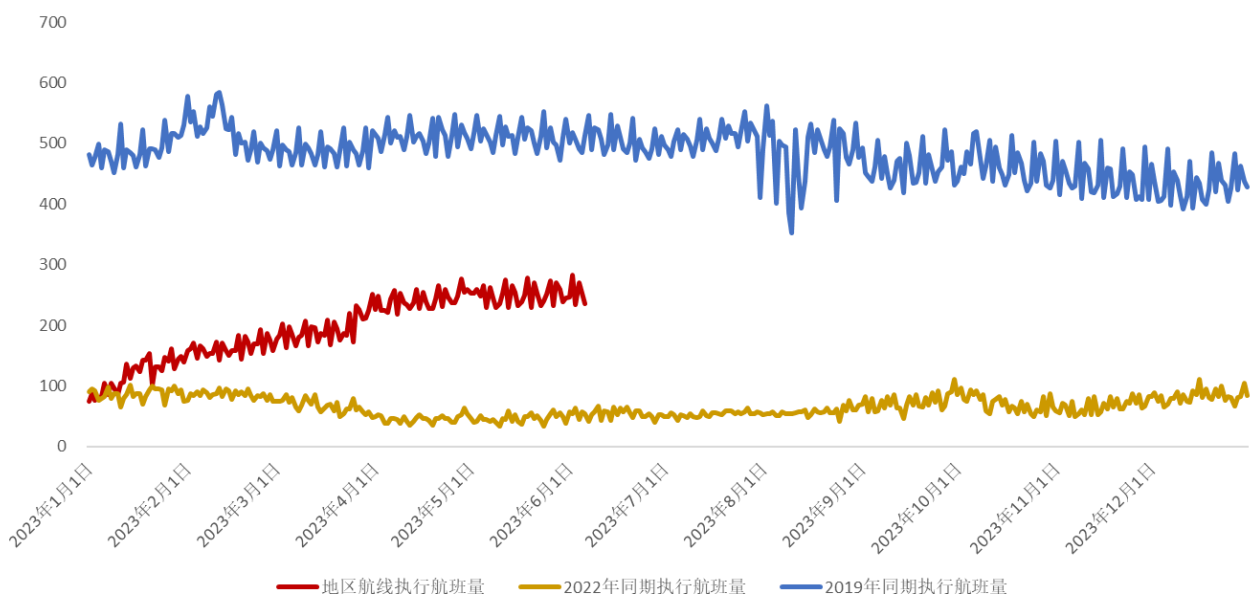
出境游复苏相对缓慢。2023 年以来出境游复苏相对缓慢，一季度全国移民管理机构共查验出入境人员 6506.5 万人次，同比增长 116.2%，其中内地居民 3235.1 万人次，港澳台居民 2948.8 万人次，外国人 322.6 万人次。供给侧的国际航班量、签证、海外旅游资源及出入境政策是限制出境游复苏的主要因素。截至 2023 年 6 月 6 日，我国民航国际客运航班数为 793 架次，仅相当于 2019 年同期的 37.27%，港澳地区航线客运航班数达 235 架次，相当于 2019 年同期的 45.72%，恢复相对较快。

图 53：中国民航国际客机航班数（截至 2023 年 6 月 7 日）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

图 54：中国民航地区客机航班数（截至 2023 年 6 月 7 日）

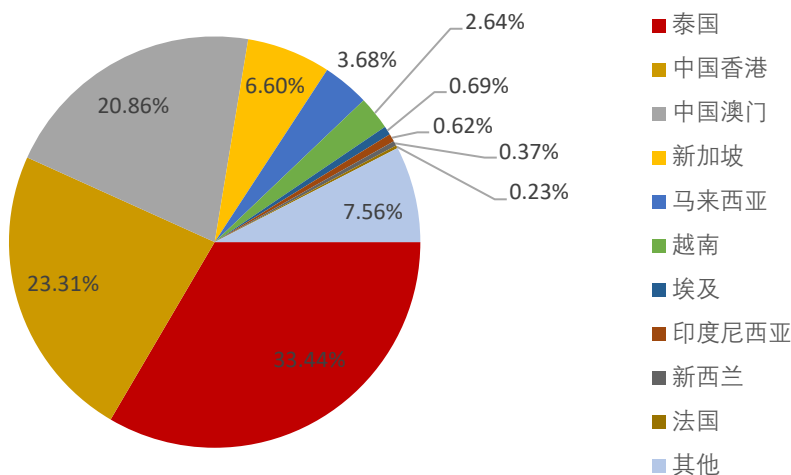


资料来源：航班管家，东莞证券研究所

供给不足是出境游需求释放的主要限制因素。航班运力方面，我国宽体机队数量在疫情期间保持稳定，乙类乙管后，国际航班数量逐步恢复，但受到国际关系动荡及国际航权谈判时间影响，上半年国际航线复航增班进度相对落后。签证方面，一季度美国、法国等热门目的地国家签证中心预约号迅速被排满，签证速度无法满足集中释放的出境游需求，一季度出境旅游组织人次前十名的目的地中，泰国占比 33.44% 位列第一，港澳占比达 44.17%，除港澳外目前出境游目的地多为东南亚国家等免签、落地签目的地，同样限制出境游释放。海外旅游资源供给方面，国际航班航线恢复缓慢，受国际关系动荡的影响，导致航班机位有限，出境游旅行社无法提前购票形成产品，而出境游对海外当地的旅行社地接团队亦有要求，中文导游是出境游的重要组成部分，三年疫情阻断中国游客，海外地接基本已转行，导致短期内

海外旅游资源供给不足，无法形成出境游产品。此外，出入境政策对出境游意愿亦有较大影响，乙类乙管后出入境游复苏，但一季度入境仍需持 48 小时核酸检测报告方能登机入境，返程不确定性或抑制出游意愿的释放。

图 55：2023Q1 出境旅游组织人次排名前十的目的地国家或地区



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2023 年以来出入境政策逐步放松，预计出入境供给将逐步恢复，促进出境游需求释放。乙类乙管后，出境游政策亦逐步放松。2023 年 2 月 6 日起，文旅部试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴首批 20 个国家及港澳地区出境团队旅游和“机票+酒店”业务；4 月 29 日起，外交部宣布所有来华人员可以登机前 48 小时内抗原检测代替核酸检测，航空公司不再查验登机前检测证明，消除入境核酸检验要求，扫除返程障碍。5 月 19 日，文旅部发布《关于恢复旅行社经营台湾居民入境团队旅游业务的通知》，宣布即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务。我们预计随着国际关系的逐渐正常化，开放旅行社出境团队游业务的国家名单有望进一步扩大，出入境游供给恢复有望促进下半年出境旅游需求释放。

表 1：2023 年以来出入境政策逐步放松

日期	相关文件	主要内容
2023/5/19	《关于恢复旅行社经营台湾居民入境团队旅游业务的通知》	即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务
2023/5/11	《关于进一步调整优化若干出入境管理政策措施的公告》	全面恢复实行内地居民赴港澳团队旅游签注“全国通办”、全面恢复口岸快捷通关
2023/4/25	外交部 4 月 25 日记者会进一步优化远端检测安排	自 4 月 29 日起，所有来华人员可以登机前 48 小时内抗原检测代替核酸检测，航空公司不再查验登机前检测证明
2023/3/10	《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》	2023 年 3 月 15 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务
2023/2/3	《关于恢复旅行社经营内地与港澳入出境团队旅游业务的通知》	2023 年 2 月 6 日起，恢复旅行社及在线旅游企业经营内地与香港、澳门入出境团队旅游和“机票+酒店”业务

2023/1/20	《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》	2023 年 2 月 6 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务
-----------	-----------------------------------	---

资料来源：文化和旅游部，国家移民管理局，外交部，东莞证券研究所

随着出入境政策逐步放松，出入境供给逐步恢复。出境团队游国家数量放开，3 月 15 日起，文旅部试点放开第二批出境团队游国家名单，截至 2023 年 6 月 7 日，我国已开放出境团队游和“机票+酒店”业务的国家数量已达到 60 个。国际航线逐渐复航增班，6 月以来将有一大波国际航线复航增班，看好下半年国际航线运力修复及海外旅游资源供给整合带来的出境游需求释放。

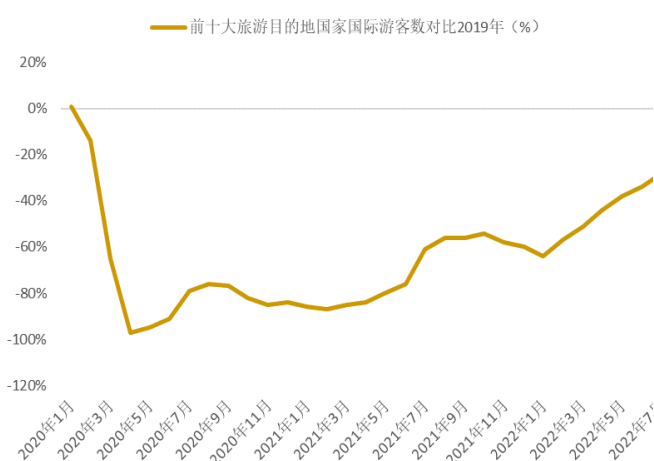
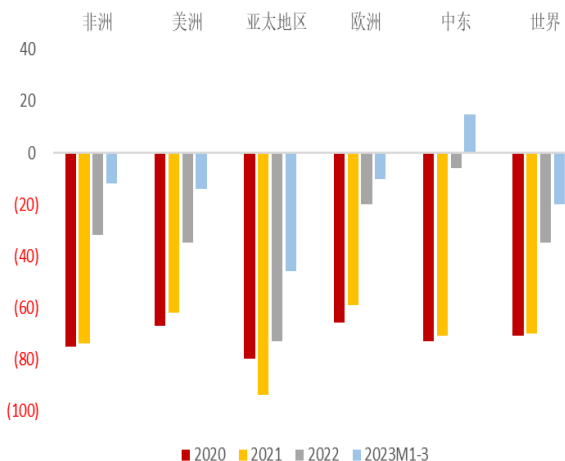
表 2：已开放出境团队游的国家名单（2023/6/7）

大洲	已开放国家
亚洲	阿联酋 伊朗 约旦 阿塞拜疆 格鲁吉亚 亚美尼亚 哈萨克斯坦 乌兹别克斯坦 泰国 印尼 柬埔寨 马尔代夫 斯里兰卡 菲律宾 马来西亚 新加坡 老挝 尼泊尔 文莱 越南 蒙古
非洲	埃及 南非 肯尼亚 坦桑尼亚 纳米比亚 津巴布韦 赞比亚 乌干达 毛里求斯 塞内加尔
美洲	巴西 阿根廷 智利 乌拉圭 古巴 巴哈马 巴拿马 多米尼加 多米尼克 萨尔瓦多
欧洲	塞尔维亚 克罗地亚 斯洛文尼亚 阿尔巴尼亚 希腊 西班牙 葡萄牙 丹麦 冰岛 瑞士 法国 意大利 匈牙利 俄罗斯
大洋洲	新西兰 斐济 瓦努阿图 汤加 萨摩亚

资料来源：文化和旅游部，众信旅游，东莞证券研究所

防疫要求放松后全球旅游需求快速恢复，看好下半年乃至 2024 年出境游修复。2021 年底，全球各大洲国际游客数仍较为接近 2020 年水平，全球多个国家于 2021 年底致死率较低的奥密克戎变种成为主要流行毒株时逐步放松防疫要求。2022 年各地区国际游客数均较 2021 年大幅提升，非洲、美洲、亚太、欧洲、中东分别恢复至 2019 年同期的 68%、65%、27%、80%、94%，除亚太地区多数国家于 2022 年下半年方取消出入境限制导致复苏较晚外，各地区均实现国际游客爆发式反弹。截至 2023 年一季度，除亚太地区外国际游客数基本恢复至 2019 年的 85%以上，中东地区国际游客数较疫情前增长 15%，跨国出行复苏强劲。对比前十大旅游目的地国家国际游客数复苏情况，我国出入境游复苏较晚但复苏速度接近。下半年航班、签证、旅游产品等供给能力限制有望加速恢复，或将带动出境游需求释放，看好下半年乃至 2024 年出境游修复。

图 56：前十大旅游目的地国家酒店入住率（%）图 57：前十大旅游目的地国家国际游客数对比 2019 年（%）



资料来源：UNWTO，STR，东莞证券研究所

资料来源：UNWTO，IATA，东莞证券研究所

7. 投资建议

维持对行业的超配评级。2023 年上半年，旅游板块从复苏预期兑现向业绩验证切换，3、4 月旅游复苏阶段性放缓及宏观经济弱复苏导致板块出现较大幅回调，目前行业估值相对合理。展望 2023 年下半年，端午小长假、暑期旺季、亚运会与十一黄金周等机会密集强化复苏预期，行业景气度持续修复，五一国内出游人数与消费均已超越 2019 年同期水平，下半年业绩释放值得期待。考虑到细分板块业绩弹性差异，预计板块及个股表现将有分化，建议布局：

- **旅游景区：**旅游景区板块天然具有稀缺性，率先受益于国内客流反弹，下半年端午小长假与暑期旺季临近，预期先行叠加“寺庙旅游热”、“特种兵式旅游”的兴起，景区板块有望迎来业绩与估值双击，关注文旅融合大背景下受益于“寺庙旅游”等主题游的峨眉山 A（000888）、九华旅游（603199），擅长打造文旅 IP 的曲江文旅（600706），热门旅游目的地丽江股份（002033）、天目湖（603136），下半年将有多个重磅项目开业或恢复营业的宋城演艺（300144）。
- **酒店：**疫情期间酒店供给大幅出清，而乙类乙管后出游需求快速复苏造成酒店供需紧平衡，酒店平均房价长期处于较高水平。下半年旅游旺季提升酒店住宿需求，一季度酒店签约及开业放缓或形成阶段性供需错配加剧，看好下半年酒店供需差扩大带动酒店房价进一步提升，业绩增长可期。建议关注连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），及长三角布局密集，有望受益于亚运会开办的中高端酒店龙头君亭酒店（301073）。
- **免税：**免税板块短期业绩阵痛不改长期竞争优势，下半年汇率、存货等负面影响逐渐淡化，折扣收紧与打击代购利好免税业长期发展，看好下半年免税景气度企稳改善。建议关注：中国中免（601888）、王府井（600859）、海汽集团（603069）。
- **餐饮：**疫情期间餐饮企业精炼内功，专注提升经营管理效率，降低成本，预计随着餐饮消费场景复苏，优化后的经营杠杆有望提升业绩弹性，下半年业绩释放可期。建议关注餐饮宴会、宾馆、食品预制菜三驾马车并驾齐驱的餐饮龙头同庆楼（605108）。

- 出境游：出境游复苏进度相对落后，但下半年国际航班及旅游资源供给有望加速恢复，看好暑期旺季出境游需求加速释放，建议关注出境游龙头众信旅游（002707）。

表 3：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/7）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
601888.SH	中国中免	116.58	2.43	4.44	6.04	47.98	26.26	19.30	增持	维持
300144.SZ	宋城演艺	12.93	0.00	0.37	0.54	3494.59	34.95	23.94	买入	维持
605108.SH	同庆楼	33.9	0.36	1.05	1.46	94.17	32.29	23.22	增持	维持
603136.SH	天目湖	28.61	0.11	1.00	1.24	260.09	28.61	23.07	增持	维持
600754.SH	锦江酒店	47.68	0.11	1.20	2.14	449.57	39.62	22.32	买入	维持
600258.SH	首旅酒店	20.04	(0.52)	0.74	1.04	(38.54)	27.08	19.27	增持	维持
301073.SZ	君亭酒店	55.74	0.25	0.97	1.45	222.96	57.46	38.44	买入	上调
002033.SZ	丽江股份	11.04	0.01	0.38	0.44	1104.00	29.05	25.09	增持	首次
603199.SH	九华旅游	37.68	(0.12)	1.34	1.53	(314.00)	28.12	24.63	增持	首次
600706.SH	曲江文旅	17.33	(0.98)	0.19	0.36	(17.68)	91.21	48.14	增持	首次
000888.SZ	峨眉山 A	13.23	(0.28)	0.46	0.54	(47.25)	28.76	24.50	增持	首次
600859.SH	王府井	20.95	0.17	0.88	1.12	123.24	23.81	18.71	增持	首次
603069.SH	海汽集团	21.13	0.12	0.20	0.25	176.08	105.65	84.52	增持	首次
002707.SZ	众信旅游	7.86	(0.23)	0.08	0.18	(34.17)	98.25	43.67	增持	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

8. 风险提示

- （1）自然灾害风险。旅游出行受自然灾害等影响受阻风险。
- （2）政策风险。自然景区受政策监管影响较大。可能产生政策强制要求降价或免门票导致收入下降等情况，或产生政策限制公司旺季涨价扩大收益等情况。
- （3）市场竞争加剧。市场竞争加剧可能导致行业价格战等，进而导致盈利能力下降。
- （4）市场复苏不及预期。国内二阳及近期国际关系紧张等影响，可能造成国内国际旅游出行修复不及预期等。
- （5）宏观经济波动。宏观经济波动可能影响居民消费意愿，从而导致旅游消费复苏不及预期等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn