

# 渐进复苏，把握强 $\alpha$ 及细分 $\beta$ 机遇

## 美容护理&社会服务年度策略

证券分析师：任晓帆 执业证书编号：S0630522070001

联系人：陈宜权

联系方式：021-20333619

2023年12月21日



## 投资策略

- **化妆品：挖掘国货Alpha机遇。**行业渠道红利下行，整体需求表现放缓的背景下，国货品牌表现有所分化，优质国货表现亮眼。展望未来，日本核废水事件、消费者消费理念转变、国潮风为国货化妆品提供机遇与空间，消费者对国货产品认知和需求不断加大，国货排名逐步提升，国产渗透率有望逐步提高。在此背景下，我们认为具备强研发力成为国货发展的核心底层支撑，同时品牌矩阵、大单品产品力、功效性等助力优质企业快速发展，建议关注：1) 产品矩阵丰富、业绩确定性强的标的：**珀莱雅**；2) 聚焦优质赛道，打造功效优势标的：**贝泰妮、巨子生物、华熙生物**。
- **医美：细分赛道新机遇。**供给端，轻医美赛道受益于创伤小、恢复快、便捷性高快速发展，医美产品更新换代（功效升级）效应较强，注射类新兴赛道增速高、消费者关注度高，产品上市放量较快，建议关注重组胶原蛋白、再生类等细分赛道。需求端，消费者人群扩大、目标城市下沉有望推动渗透率提升，加速医美行业扩容。中长期来看，行业合规化趋严，国产替代率提升，获证/优先布局企业抢占先机。建议关注：1) 合规产品线完善，在研产品丰富的标的：**爱美客、华东医药**。2) 近期有新品推出的并有望快速放量的：**江苏吴中、巨子生物**。
- **旅游及景区：2023年国内补偿性旅游需求得到集中释放，**随着政策逐步放开，出境游热度提高，叠加航班供给恢复，出境游存在增长空间。同时景区方面，新项目、交通改善、文旅融合等成为自身新增长点，建议关注：1) 受益于出境游的：**众信旅游**；2) 项目扩张、交通改善带来业绩增量的：**天目湖、长白山、宋城演艺**。
- **酒店：连锁化、中高端化趋势不改。**短期来看，国内休闲游恢复常态，商旅需求仍有恢复空间，酒店估值处于长期低位水平，板块具备配置价值。中长期来看，行业供给端出清，集中度逐步提升，酒店连锁化、中高端结构升级带动RevPAR持续提升，同时龙头积极拓展开店，建议关注酒店后续升级趋势，推荐关注：酒店龙头标的**首旅酒店、锦江酒店**。

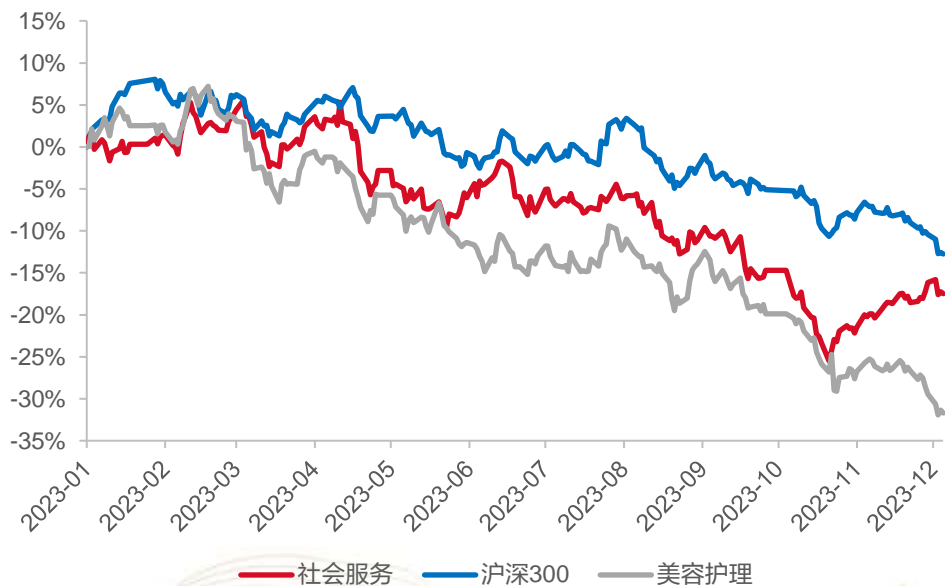
# 目 录

- 一、**市场表现**
- 二、**美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会**
  - 医美—关注细分赛道新机遇
- 三、**社会服务：旅游—需求渐次恢复**
  - 酒店—连锁化、中高端化提升
- 四、**结论与投资建议**

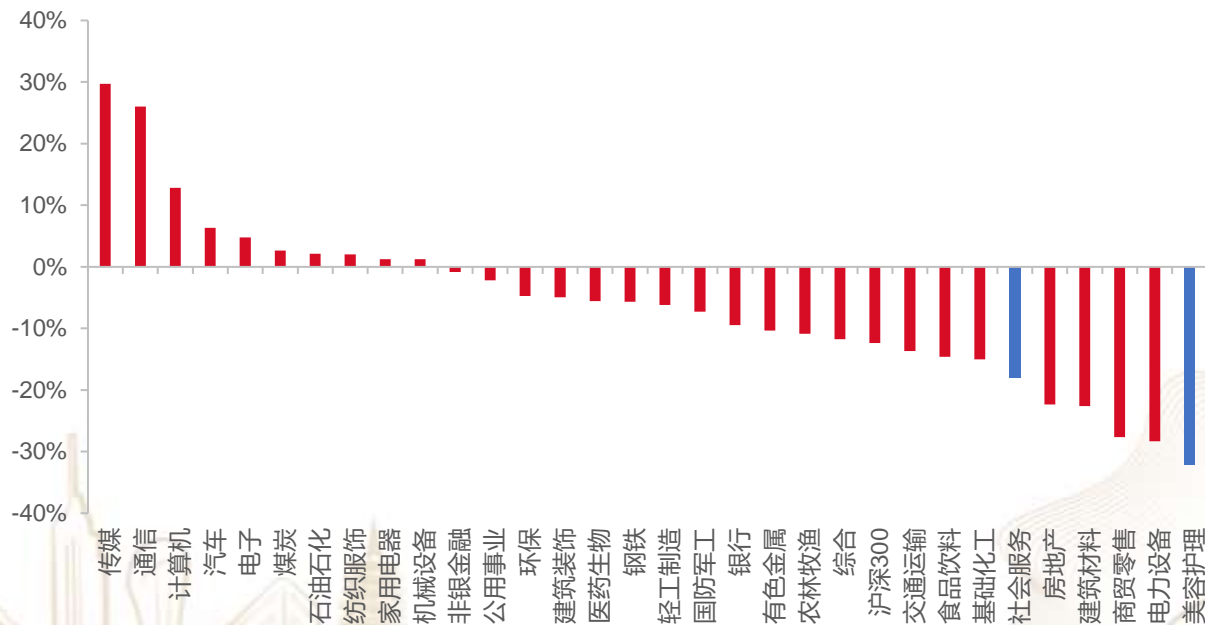
## 社会服务&美容护理板块回调，表现较弱

- **社会服务**：疫情影响逐步消失，板块由预期转向基本面。年初至今板块持续跑输大盘，年初至今累计下跌18.02%，跑输大盘7.66pcts。
- **美容护理**：行业增速放缓，关注度下行。年初至今板块持续跑输大盘，年初至今累计下跌32.18%，跑输大盘21.82pcts。

社会服务及美容护理板块跑输大盘



2023年初至今板块涨跌幅



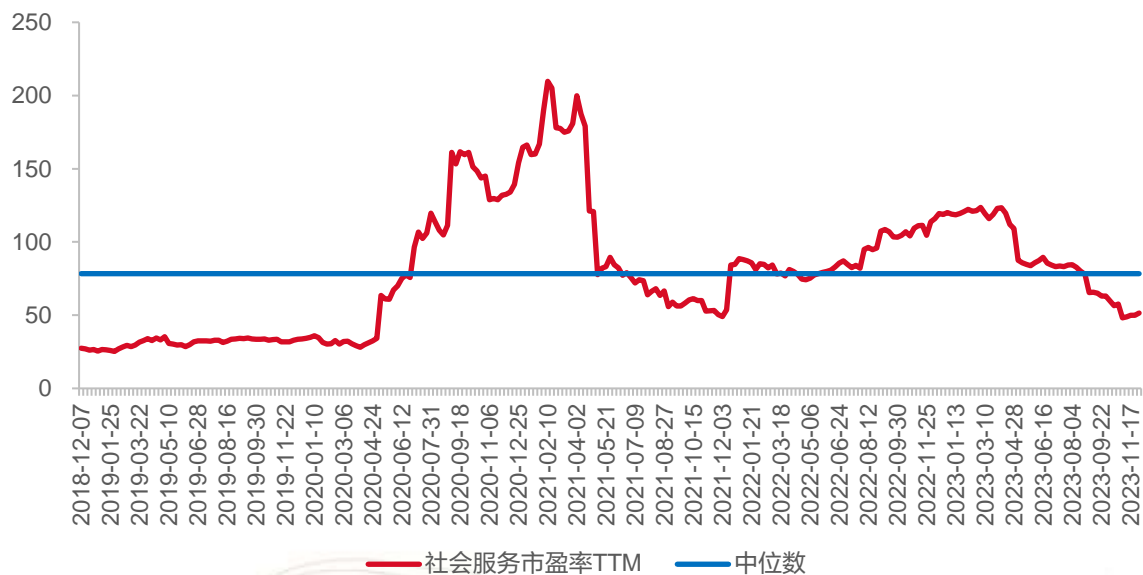
资料来源：Wind，东海证券研究所  
截至2023/12/07

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 估值目前处于低位

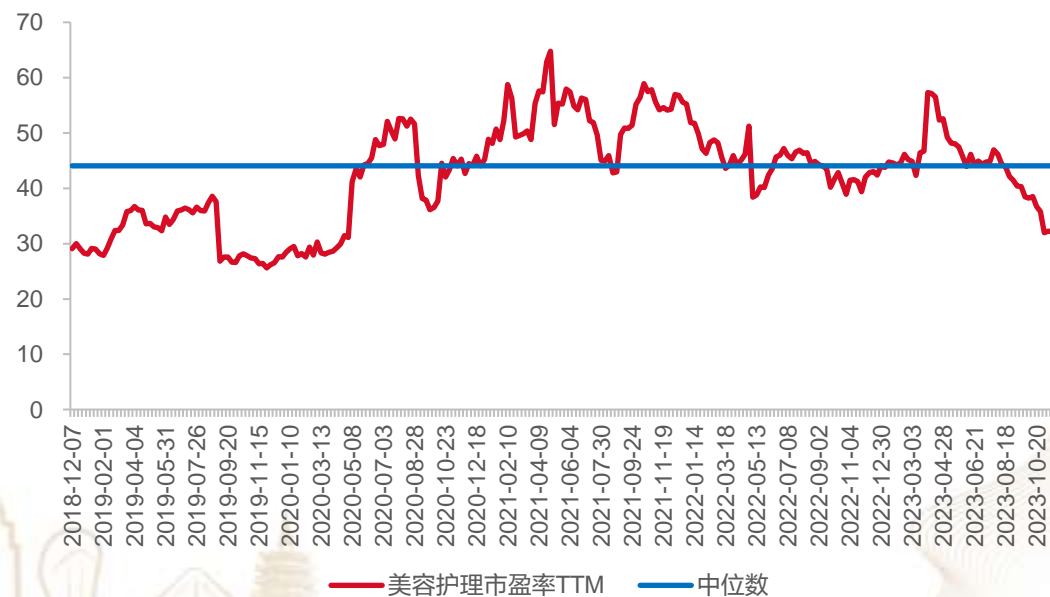
- 社会服务：截至2023年12月1日，社会服务板块PE51.5倍，处于5年30.71%分位数水平。
- 美容护理：截至2023年12月1日，美容护理板块PE30.9倍，处于5年16.54%分位数水平。

社会服务板块估值处于低位



资料来源：Wind，东海证券研究所

社会服务板块估值处于低位



资料来源：Wind，东海证券研究所

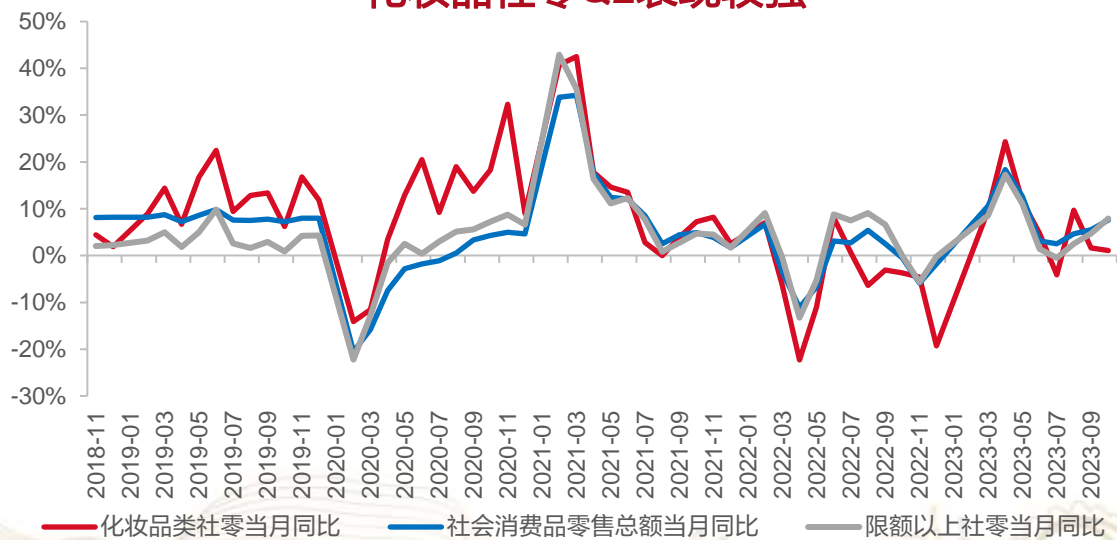
# 目 录

- 一、市场表现
- 二、美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会  
医美—关注细分赛道新机遇
- 三、社会服务：旅游—需求渐次恢复  
酒店—连锁化、中高端化提升
- 四、结论与投资建议

## 化妆品社零回暖

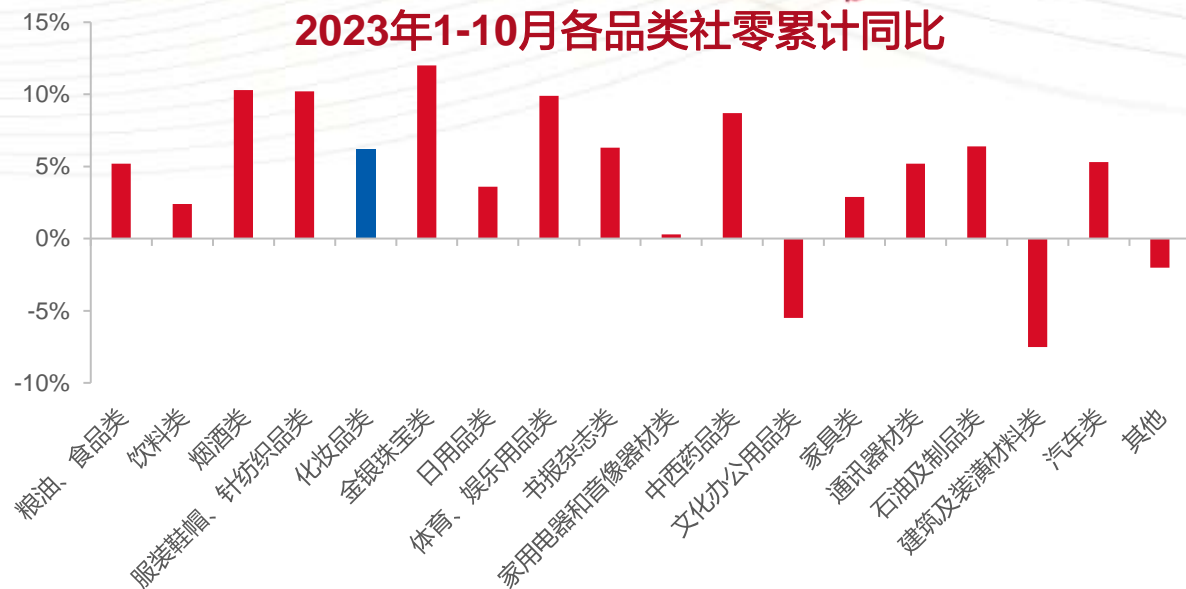
- 社零弱复苏，2023年化妆品社交场景逐步恢复常态化，消费者需求回升。2023年1-10月，国内化妆品零售总额为3291.3亿元，同比增长6.2%，较2022年同期明显好转，但相较于2021增速放缓，整体较稳定。2023Q4结合双十一、双十二等电商大促节日的推出，我们预计将保持同比弱复苏态势。

### 化妆品社零Q2表现较强

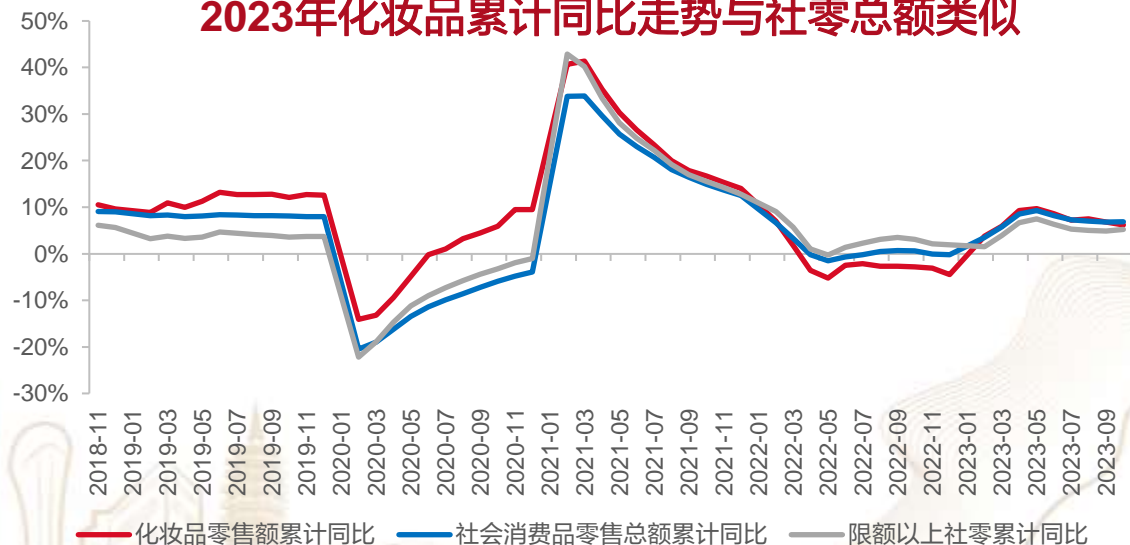


资料来源：Wind，国家统计局，东海证券研究所

### 2023年1-10月各品类社零累计同比



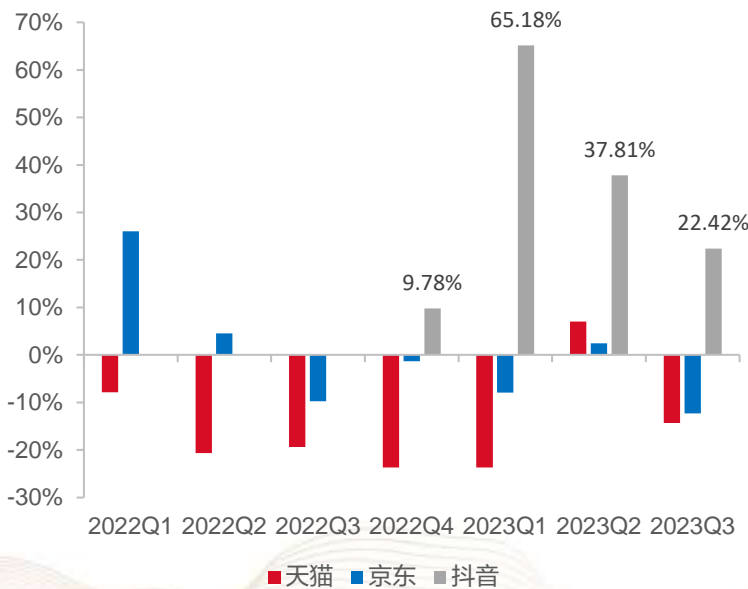
### 2023年化妆品累计同比走势与社零总额类似



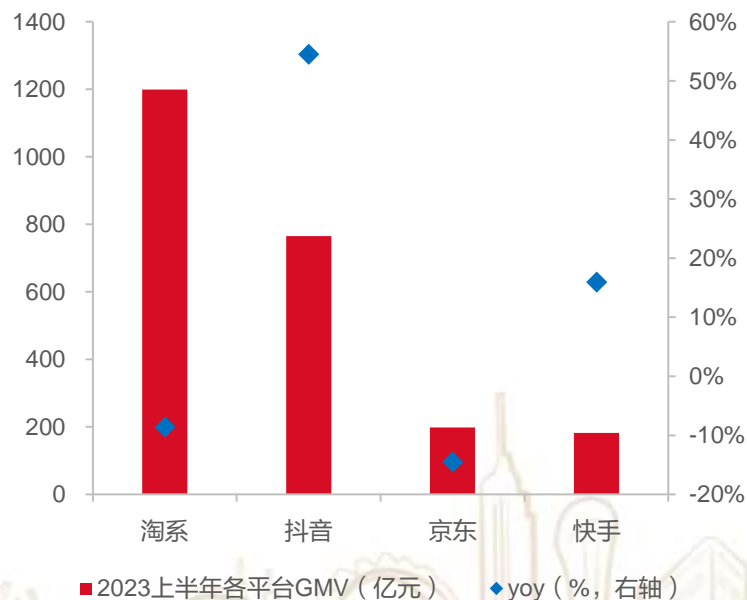
## 渠道：线上新兴渠道发展快速发展

- 线上传统渠道承压，新兴渠道增速较快。2023年上半年，淘系/京东同比下滑8.6%/14.5%，抖音/快手同比增长54.5%/15.9%。
- 国产差异化布局抖音，自播/短视频推广推动产品套装快速放量。珀莱雅、韩束等国产品牌抓住抖音发展红利，借助短视频剧情植入自身产品/自播带货，通过抖音平台铺货快速放量。

各渠道销售额同比变化



淘系下滑，抖音快速增长



资料来源：久谦数据，青眼情报，抖音APP，东海证券研究所

## 韩束、珀莱雅通过短剧植入



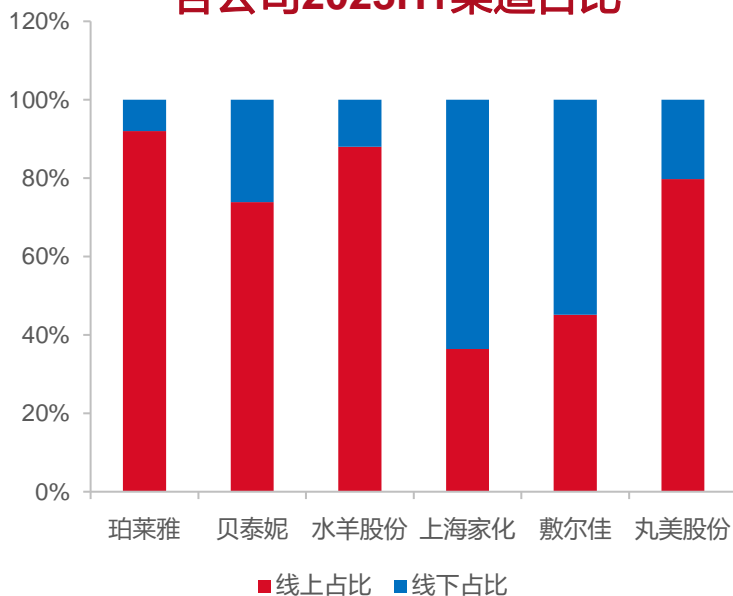
积极推动自播平台



## 渠道：线上线下载融合

- 渠道分化，龙头企业强线上/线上线下相结合。珀莱雅/贝泰妮/水羊股份/丸美股份等线上占比为重，敷尔佳/上海家化线下渠道占比超50%。
- 推动线下扩张。珀莱雅提出2023年为“线下重启元年”，后续将线下作为品牌形象提升的重要渠道，通过聚焦有影响力的商圈、大型百货集团探索“线上+线下”新销售模式。贝泰妮于2022年起逐步铺设线下直营店渠道，截至2023H1已增至113家。

各公司2023H1渠道占比



各公司线下布局情况

主要经营模式	线下布局情况
珀莱雅 线上为主，线下为辅	进一步加强百货商场专柜建设，同步推进全国多个零售系统的直营合作；加强线上线下联动，延续品牌“科学配方”主题，进行了多城市多点位的“早C晚A酒咖”线下快闪活动。
贝泰妮 主要为电商销售	公司逐步铺设线下直营店渠道，截至2023H1共有113家门店，坚持线上线下相互渗透；
丸美股份 电商销售为主，线下经销为辅	旗下恋火已进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等零售连锁渠道近2000家门店
毛戈平 主要为百货专柜销售，电商销售为辅	主要在中高端百货商场通过设立直营专柜的方式销售MAOGEPING品牌化妆品，在线下百货渠道地位稳固，中高端百货商场直营专柜数量300家以上。

贝泰妮迅速推动线下门店重塑（家）



资料来源：各公司年报，招股说明书，东海证券研究所

## 优质国货品牌力不断增强，排名持续提升

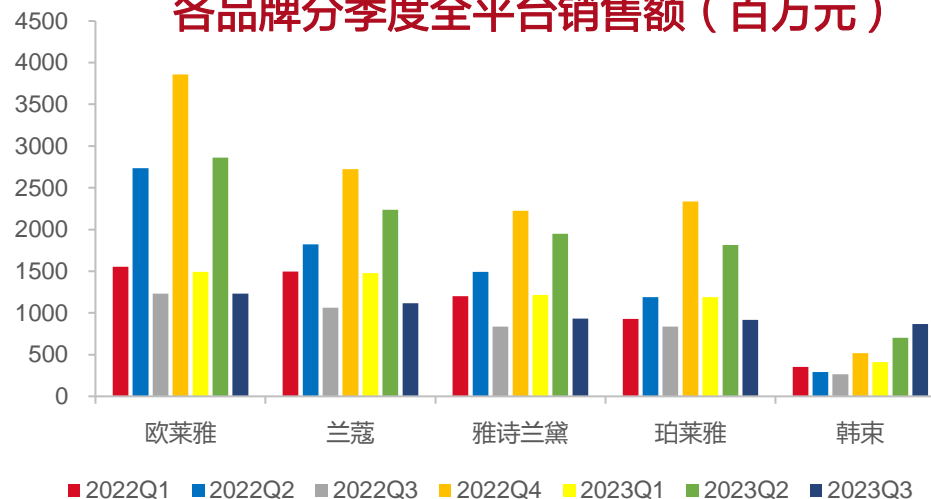
- 国货排名不断提升，珀莱雅领跑。1) 从618/双十一等大促情况来看，国货品牌知名度的不断提升。珀莱雅于今年双十一首次登顶天猫/抖音平台TOP1。2) 从销售额情况来看，外资品牌下滑的背景下，2023年韩束通过抖音逆势高增，珀莱雅2023Q3销售额超越雅诗兰黛。

### 天猫美妆大促GMV TOP10

排名	2021		2022		2023	
	“618”大促	“双11”大促	“618”大促	“双11”大促	“618”大促	“双11”大促
1	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	巴黎欧莱雅	珀莱雅
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻
4	资生堂	后	玉兰油	珀莱雅	珀莱雅	雅诗兰黛
5	玉兰油	资生堂	珀莱雅	玉兰油	玉兰油	薇诺娜
6	修丽可	薇诺娜	修丽可	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜
7	赫莲娜	玉兰油	资生堂	资生堂	赫莲娜	玉兰油
8	后	SK-II	薇诺娜	SK-II	SK-II	修丽可
9	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	修丽可	赫莲娜
10	黛珂	赫莲娜	科颜氏	海蓝之谜	薇诺娜	娇兰

资料来源：亿邦动力，青眼，东海证券研究所

### 各品牌分季度全平台销售额（百万元）



资料来源：久谦数据，东海证券研究所  
抖音美妆大促GMV TOP10

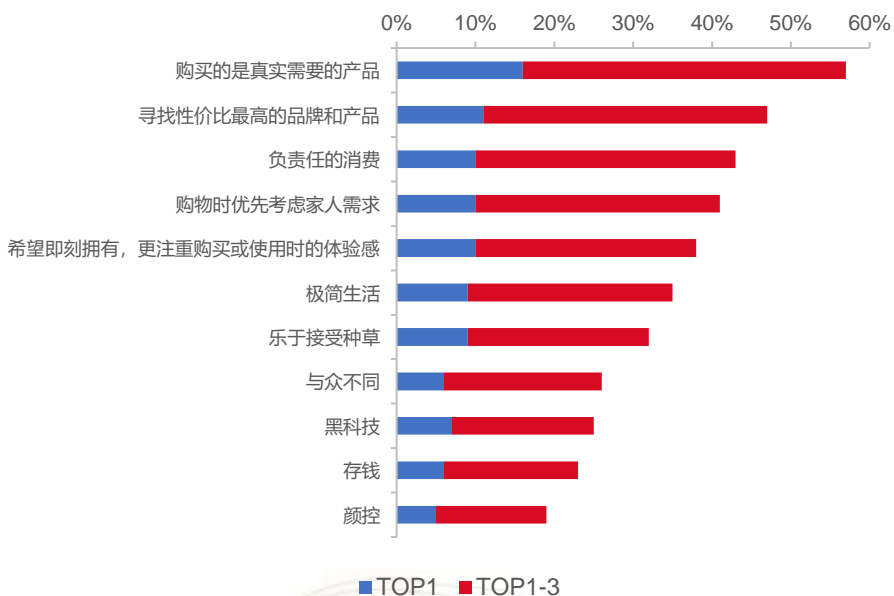
排名	2022		2023	
	“618”大促	“双11”大促	“618”大促	“双11”大促
1	雅诗兰黛	后	赫莲娜	珀莱雅
2	后	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	SK-II	觅光	海蓝之谜	韩束
4	珀莱雅	海蓝之谜	兰蔻	巴黎欧莱雅
5	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	珀莱雅	兰蔻
6	兰蔻	SK-II	后	海蓝之谜
7	赫莲娜	珀莱雅	韩束	赫莲娜
8	玉兰油	兰蔻	SK-II	极萌
9	润百颜	雅萌	欧莱雅	觅光
10	欧诗漫	欧诗漫	玉兰油	后

资料来源：化妆品观察，青眼，东海证券研究所  
注：抖音618排名为护肤品排名

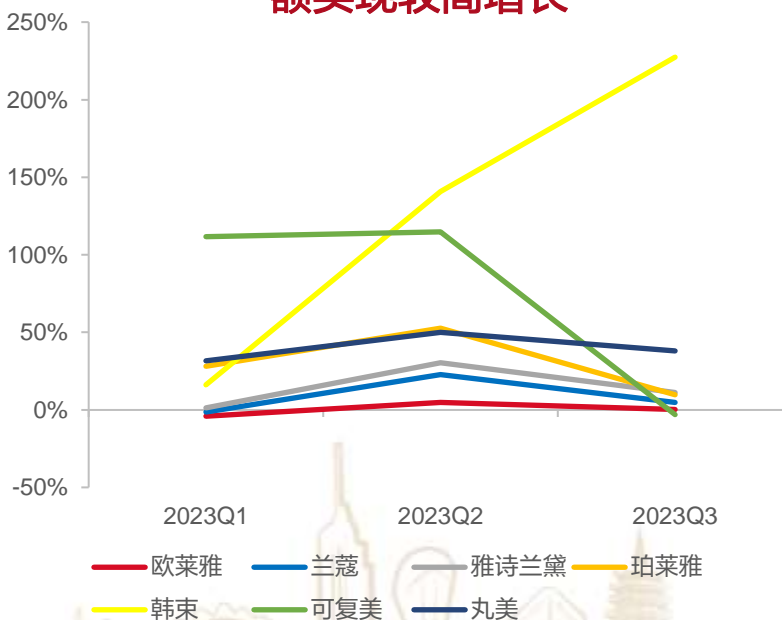
## 优质国货性价比高，替代效应增强

- **消费理念转变，国货化妆品抢占份额。**根据德勤《2023年中国消费者洞察与市场展望白皮书》，确定性需求、性价比高成为消费者关注重要因素，消费者减少冲动消费，更加追求产品的性价比和实用性。在此背景下，国货化妆品承接了一部分高端消费者需求，以珀莱雅为例，旗下红宝石精华、双抗精华相较国际大牌单价低，性价比高，优质国货品牌抢占部分国际大牌客源，销售额实现稳步快速增长。

### 消费者消费更关注实用性与性价比



### 珀莱雅、韩束等优质国货品牌销售额实现较高增长



### 珀莱雅产品单价相较国际大牌性价比高

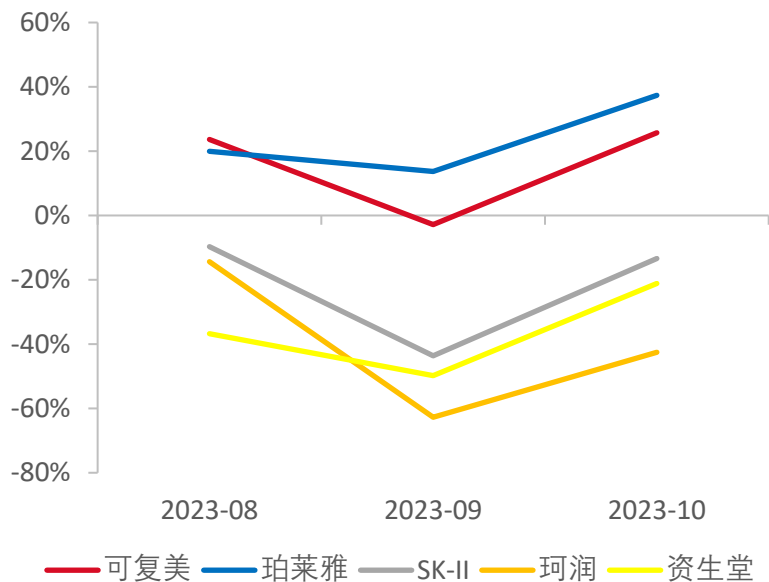
品牌	产品	价格	单价 (元/ml)
雅顿	粉胶次抛A醇	790元/28ml	28
修丽可	0.3%A醇精华	720元/30ml	24
科颜氏	A醇精华	595元/30ml	20
欧莱雅	夜精华A醇	390元/30ml	13
珀莱雅	红宝石淡纹紧致精华2.0	350元/30ml	12
雅诗兰黛	线雕精华	840元/30ml	28
雅诗兰黛	胶原蛋白霜	880元/50ml	18
珀莱雅	红宝石精华	350元/30ml	12
珀莱雅	红宝石面霜2.0	310元/50g	6
修丽可	CF精华	1600元/30ml	53
城野医生	VC377	610元/28g	22
科颜氏	淡斑精华	595元/30ml	20
珀莱雅	双抗精华	280元/30ml	9
伊丽莎白雅顿	橘灿精华2.0	1280元/50ml	26
雅诗兰黛	全新胶原霜	830元/50ml	17
珀莱雅	双抗精华	280元/30ml	9

资料来源：《2023年中国消费者洞察与市场展望白皮书》，久谦数据，天猫APP，东海证券研究所

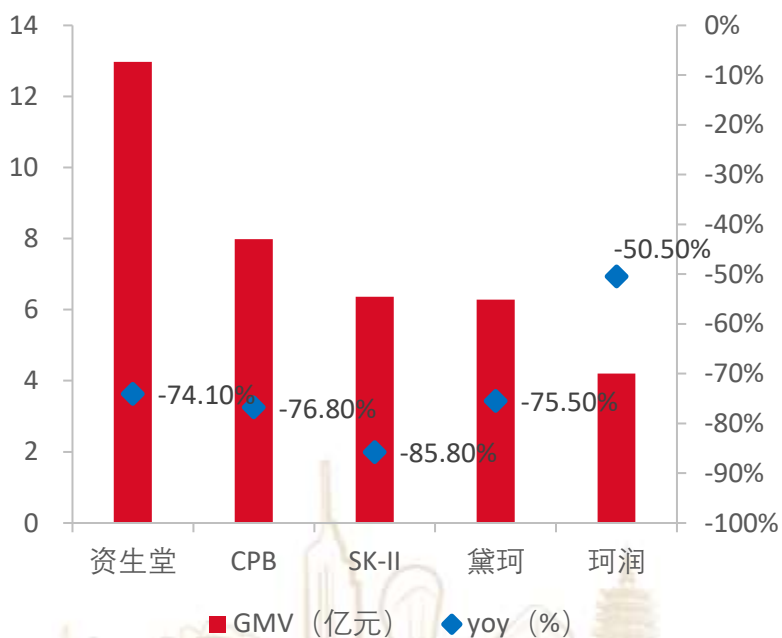
## 日本核废水事件释放一定消费力

- 2023年8月，日本核污水排海遭到国内消费者反对，对日系品牌产生一定负面影响。一方面，消费者对于日妆的安全性有所担忧，产生抵触心理，在中国新闻社发起的“你还会买日本化妆品吗？”的投票中，93%网友选择不会，整体消费者负面情绪较重；另一方面，主播等对于日妆的坑位减少，整体营销下行，日系品牌持续下行。目前消费者对于日系化妆品信任度下行，我们认为此事件为国货品牌释放出更多份额。

### 核废水事件发酵后日系品牌淘系销售同比下滑



### 双十一首日预售日系品牌同比表现大幅下滑



### 部分日系替代清单

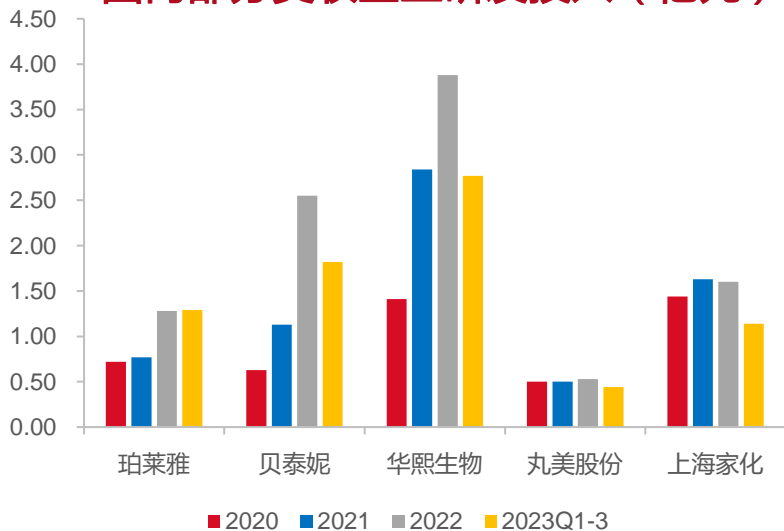
日系产品	价格	可替国产产品	价格
珂润浸润保湿滋养乳霜	188元/40g	薇诺娜舒敏保湿特护霜	268元/50g
Ipsa流金水	350元/200ml	米蓓尔多元修护润养水	168元/100ml
黛珂紫苏精华水	280元/150ml	薇诺娜舒敏保湿喷雾	99元/150ml
城野医生377精华	610元/28g	肌活糙米肌底精华水	163元/215ml
SK-II护肤面膜	470元/120g	珀莱雅双抗精华	280元/30ml
		珀莱雅双抗面膜	339元/15片

资料来源：通联数据，魔镜，青眼情报，你今天真好看APP，东海证券研究所

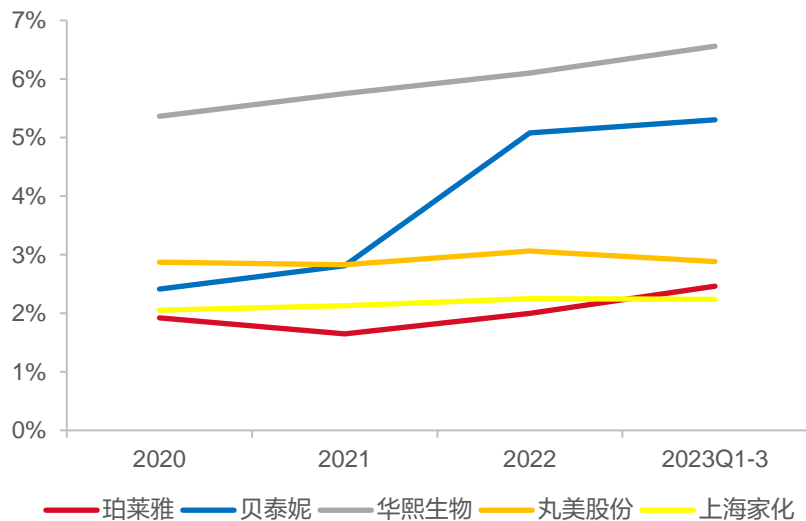
## 科研背书打造竞争优势

- 消费者对于功效的关注度提升，公司自身研发力、产品核心成分成为竞争亮点。国产品牌积极拓展自身科研能力，持续加码研发投入，研发费用率同比提升。
- 广聚人才，打造研发中心推动研发创新。企业通过挖掘优秀科研人才、创建研发中心、与国内外优秀高校/科研机构合作提升自身竞争力。

国内部分美妆企业研发投入（亿元）



国内部分美妆企业研发费用率（%）



## 国内部分美妆企业挖掘重要人才

核心人才	简介
珀莱雅 魏晓岚博士	曾任科蒂集团亚太区研发副总裁
水羊股份 陈坚院士	中国工程院院士、江南大学未来食品科学中心教授、首席科学家、国家“973”项目首席科学家
上美集团 黄虎博士	前美国宝洁首席科学家、拥有百项专利

## 国内部分美妆企业研发创建情况

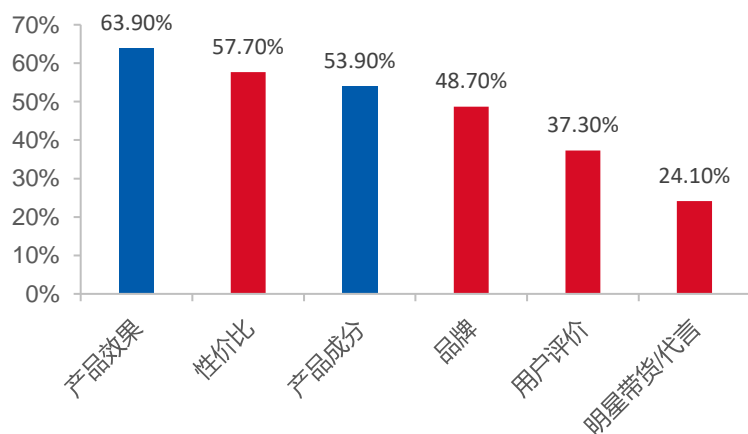
公司	研发优势
珀莱雅	拥有龙坞、上海研发创新中心，与全球先进科技实验室和原料生产商共建国际科技联盟
贝泰妮	建立云南特色植物提取实验室及四个创新公共平台
华熙生物	成立合成生物学国际创新研发中心，与国内外20余所顶级高校和科研机构合作
福瑞达	成立研发创新中心，获批设立国家级博士后科研工作站
水羊股份	设立水羊创新研发中心，由首席科学家陈坚博士领导
上海家化	打造八大创新基础研究平台、推动开放式研发合作
丸美股份	与暨南大学基因工程药物国家工程研究中心合作共创“重组人源化胶原蛋白”双专利

资料来源：各公司公告，各公司官网，东海证券研究所

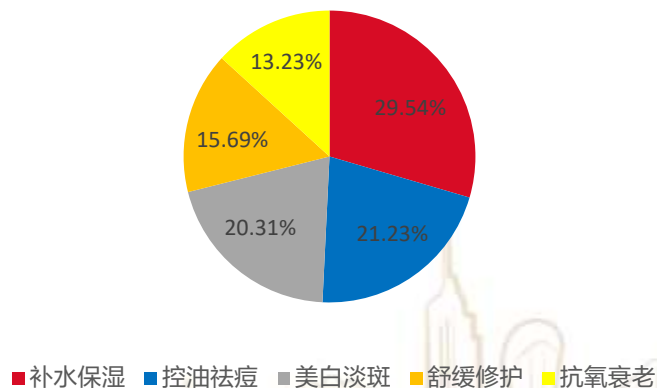
## 功效精细化/中国成分成为新趋势

- 消费者对于化妆品的成分、功效性更为看重，公司产品核心成分成为竞争亮点。随着消费者护肤观念的进步，护肤需求进一步细化，消费者在购买化妆品时，产品效果成为他们首要考虑的因素，同时补水/抗衰/美白/修护/祛痘等精细化功效是消费者关注度较高的功能，精细化功效/特色成分成为消费者选择的新关注点。珀莱雅一六胜肽/贝泰妮一马齿苋/华熙生物一玻尿酸/丸美股份、巨子生物一胶原蛋白等核心成分推动消费者关注度提高，精准定位改善范围，成功打造具备自身特色的产品矩阵。

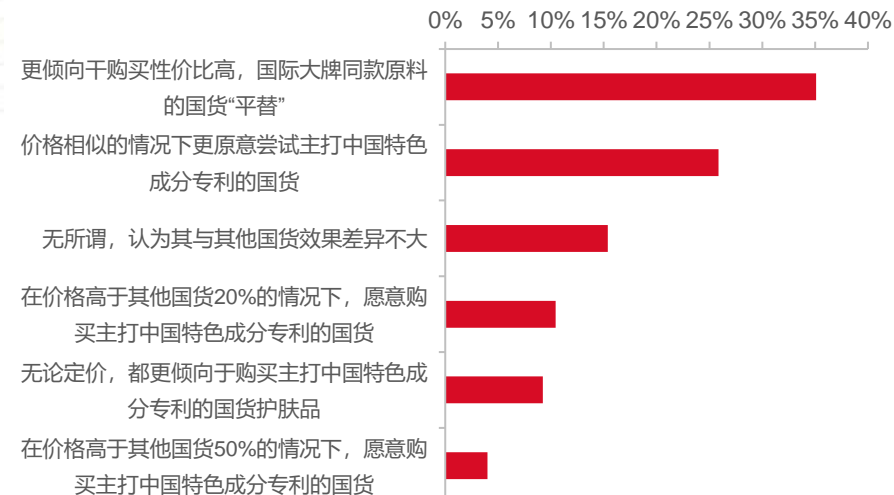
消费者购买化妆品考虑因素



消费者功效关注度



## 消费者对于国货/中国成分接受度高



## 部分国产品牌核心成分

	核心成分	主要功效	核心产品
珀莱雅	虾青素	抗氧化、糖化	双抗精华
	六胜肽、A醇	抗皱抗衰	红宝石精华
贝泰妮	马齿苋	修护	舒敏保湿特护霜
	熊果苷	美白	熊果苷美白精华液
华熙生物	青刺果油	修护	舒敏保湿修护精华液
	玻尿酸	补水保湿	夸迪次抛
丸美股份	双胶原蛋白	抗皱抗衰	胶原蛋白系列
	富勒烯	抗皱抗衰	胶原蛋白眼霜
巨子生物	重组胶原蛋白	抗皱、保湿	可复美、可丽金

资料来源：艾媒咨询，青眼情报《中国成分美妆市场洞察报告》，各公司公告，东海证券研究所

## 国货品牌产品矩阵拓展，打造系列矩阵

- 在大盘红利逐渐消退的背景下，公司根据消费者需求不断推陈出新，品牌矩阵逐步完善。雅诗兰黛小棕瓶等大单品的成功给了国货化妆品极好的参考经验。以珀莱雅为例，公司从红宝石大单品起家逐步拓展自身产品矩阵。一方面横向拓展自身护肤产品线，推出红宝石、双抗、源力、能量等多个产品线，并不断推陈出新完善各系列产品；另一方面竖向拓展自身产品类型，彩妆、洗护等多方向其发展，覆盖多品类提升自身品牌力。我们认为，品牌方不断根据消费者的当下需求从打造大单品到推出多品类的产品矩阵有望塑造品牌力，增强消费者心智，驱动品牌破圈。



资料来源：珀莱雅官网，东海证券研究所

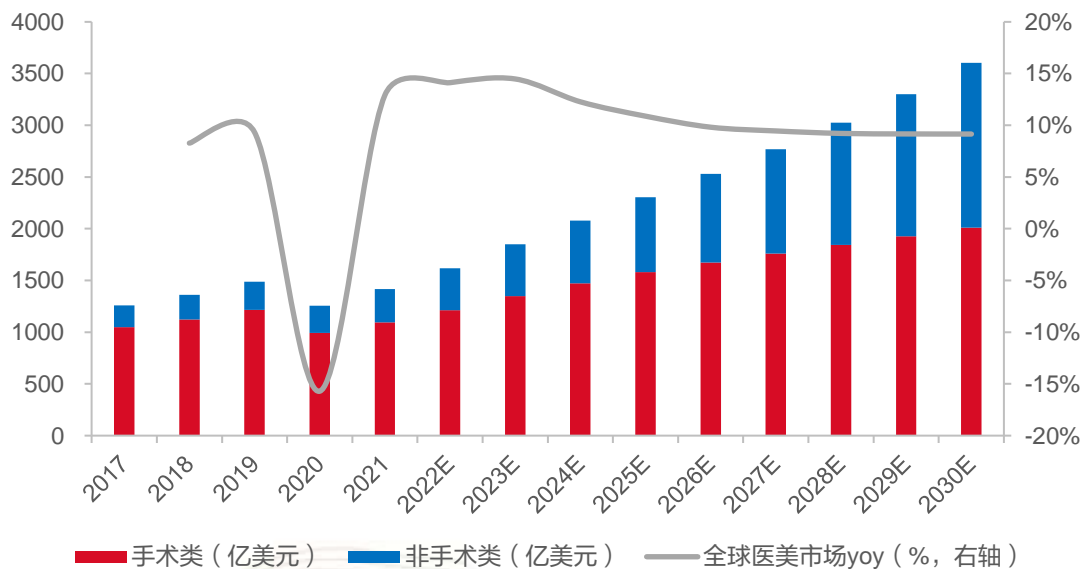
# 目 录

- 一、市场表现
- 二、美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会  
医美—关注细分赛道新机遇
- 三、社会服务：旅游—需求渐次恢复  
酒店—连锁化、中高端化提升
- 四、结论与投资建议

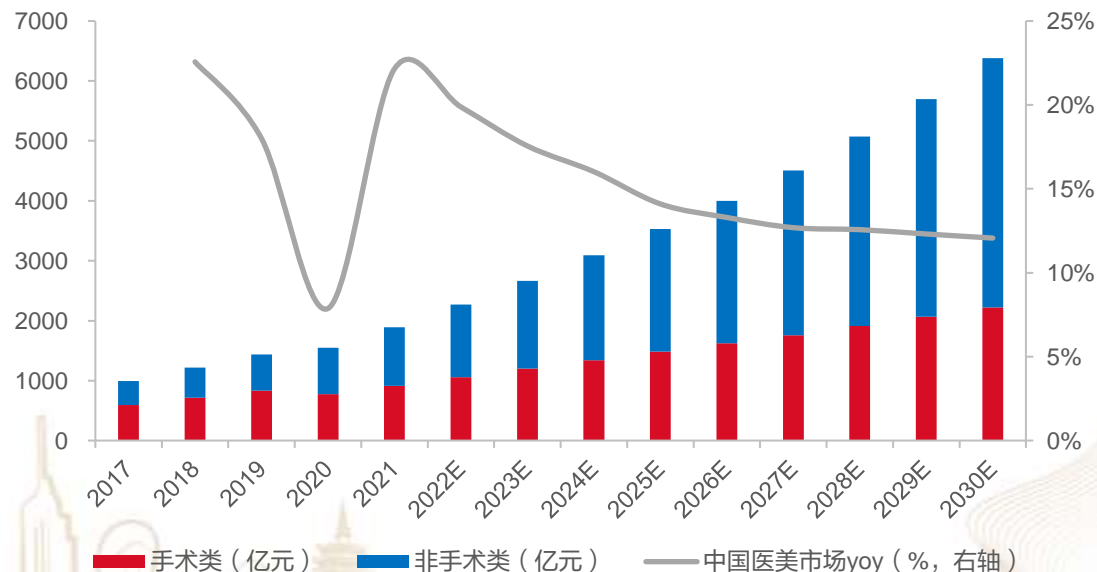
## 医美赛道长坡厚雪

- 近年来，随着医美技术、专业性、安全性及审美意识的显著提高，国民对医美的接受度明显提升，医美行业的市场规模快速扩大。2021年中国医美市场规模达1892亿元，2017-2021年CAGR达17.5%，远超全球的3.02%；预计至2030年，中国医美规模有望增长至6382亿元，2022-2030年CAGR达13.81%，亦高于全球的10.53%。

### 全球医美市场规模及增速



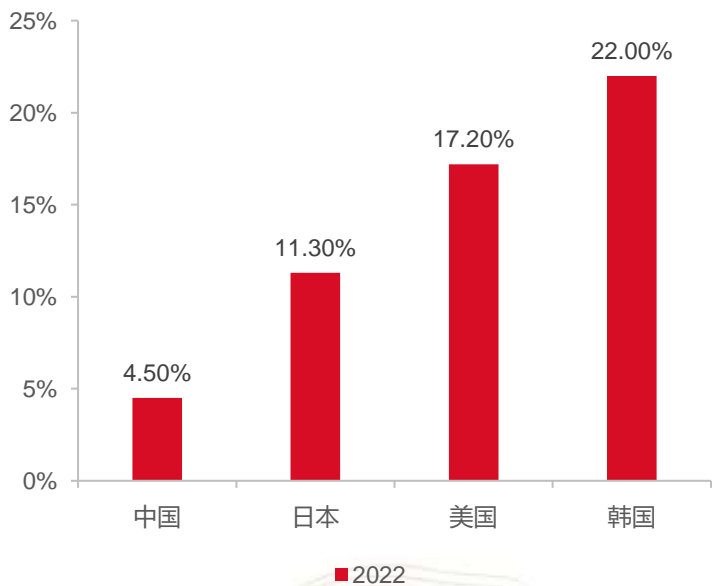
### 中国医美市场规模及增速



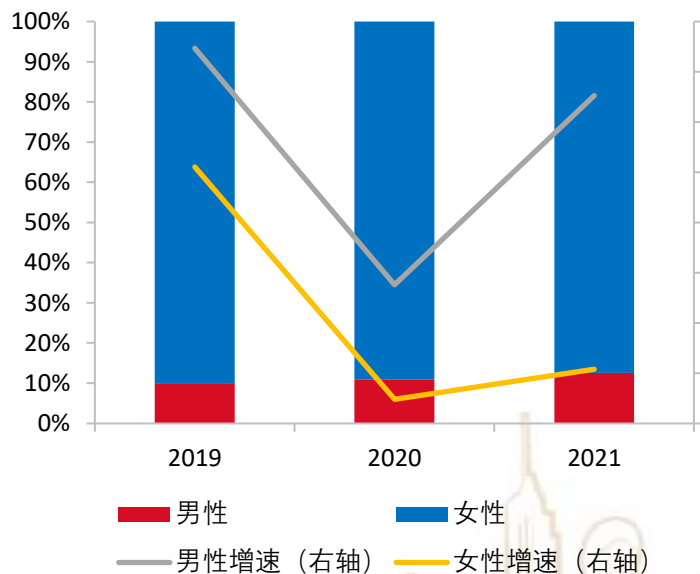
## 渗透率有望不断提升

- 目前国内渗透率相较于国外较低，中国2022年医美渗透率仅为4.5%，相较于日本、美国、韩国渗透率都有较大的提升空间。未来随着国民对医美市场认知度的进一步提高，迭加医美消费人群结构的扩大（男性群体加入）、目标城市的下沉（由一线城市下沉到二三线），医美整体渗透率有望继续快速提升。

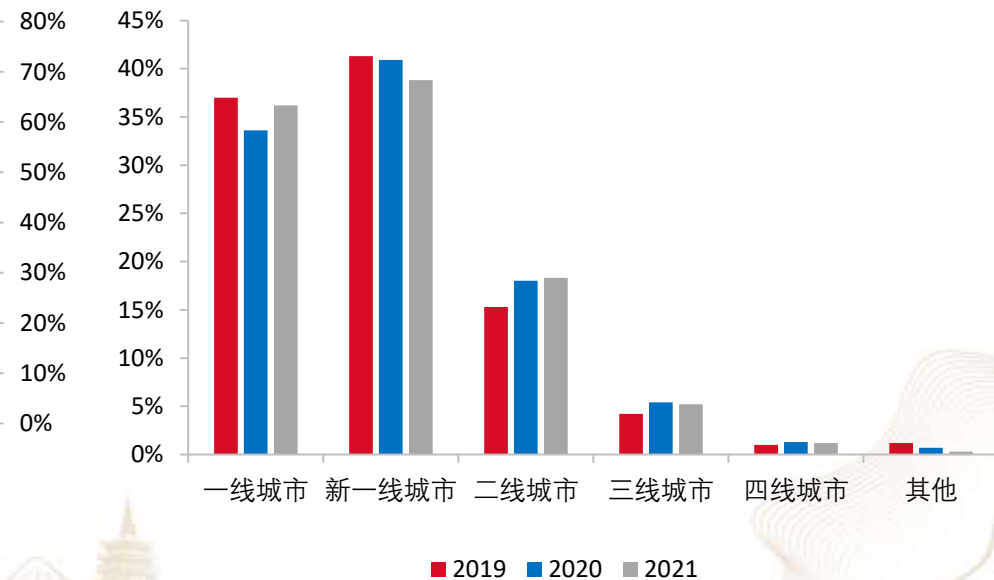
### 国内医美渗透率低



### 不同性别医美人群占比及增速



### 中国医美消费地域分布



资料来源：《中国医美行业运营现状分析与发展战略预测报告》，新氧数据颜究院，东海证券研究所

# 合规化趋严推动行业健康发展

## 发展初期

时间	政策名称	颁发部门
1994.9	《关于下发《医疗机构诊疗科目名录》的通知》	卫计委
2002.1	《医疗美容服务管理办法》	卫计委
2022.5	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫计委
2009.12	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委

## 高速发展

时间	政策名称	颁发部门
2010.12	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫计委
2016.1	《医疗美容服务管理办法》（2016修订版）	卫计委
2017.5	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫健委等七部门
2020.4	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫健委、中央网信办等八部联合
2020.7	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	卫生部
2020.11	《医疗美容病例范本（试行）》	中整协

## 强监管

时间	政策名称	颁发部门
2021.2	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021版）》	中整协
2021.6	关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知	卫健委
2021.6	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	互金协会
2021.9	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广播电视总局
2021.11	《医疗美容广告执法指南》	国家市场监管总局
2022.1	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划（征求意见稿）》	中整协
2022.1	《医疗美容机构规范运营指南》	中整协
2022.8	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》	药监局
2022.10	《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监管总局
2022.11	关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告	国家药监局
2023.1	《关于加快推进注射用A型肉毒毒素追溯体系建设工作的通知》	国家药监局
2023.4	《射频美容设备注册审查指导原则》	国家药监局器审中心
2023.5	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	市场监管总局、公安部等十一部门
2023.5	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》	国家药监局器审中心

资料来源：卫计委，国家药监局，国家药监局器审中心，公开资料，东海证券研究所

## 非手术类项目快速发展

- 轻医美（非手术类）项目自身创伤小、恢复快、便捷性高，更易获得消费者的认可青睐。
- 非手术类医美市场快速增长。非手术类于2021年超越手术类规模，2017-2021年CAGR24.94%，远超手术类的11.5%。且2022-2030年非手术类市场增速持续保持在高位（预计CAGR16.72%，显著高于手术类的CAGR 9.69%），并预计2030年有望占领65%的中国医美市场份额。
- 注射类/能量源类为轻医美主要项目，未来5年两者CARG有望保持高速增长。

注射类/能量源类为主要轻医美类型

### 医美类别的划分

#### 手术类

面部、头部：  
眼睑成形术、隆鼻、面部抽脂、  
面部植入、植发等

身体：  
吸脂、脂肪填充转移、身体塑  
形等

胸部：  
隆胸、乳房下垂矫正、去  
副乳等

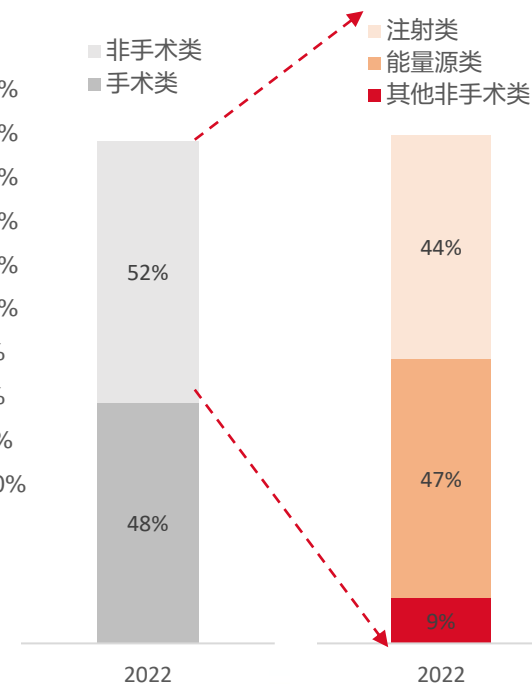
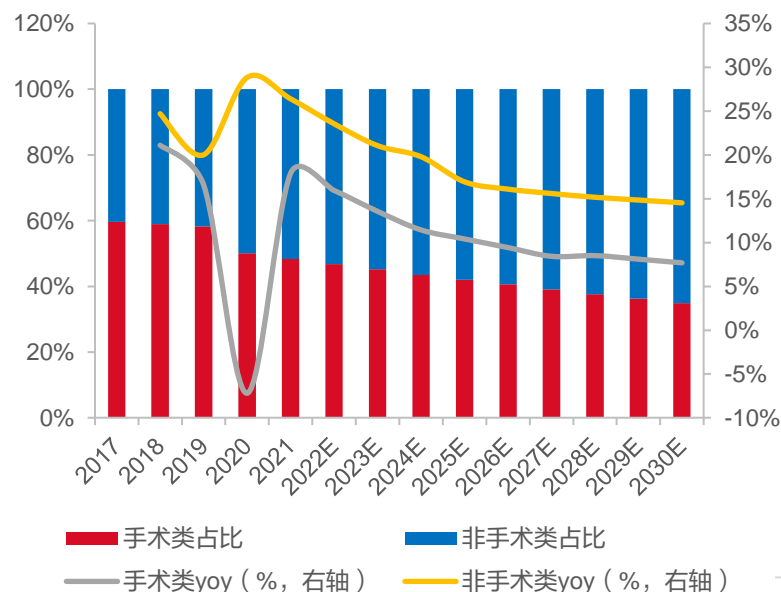
#### 非手术类

注射类：  
玻尿酸、肉毒素、再生类、胶  
原蛋白等

激光类：  
光子嫩肤、热玛吉、热提拉、  
皮秒

其他：  
皮肤/身体护理、线雕等

### 中国手术类及非手术类医美占比及增速

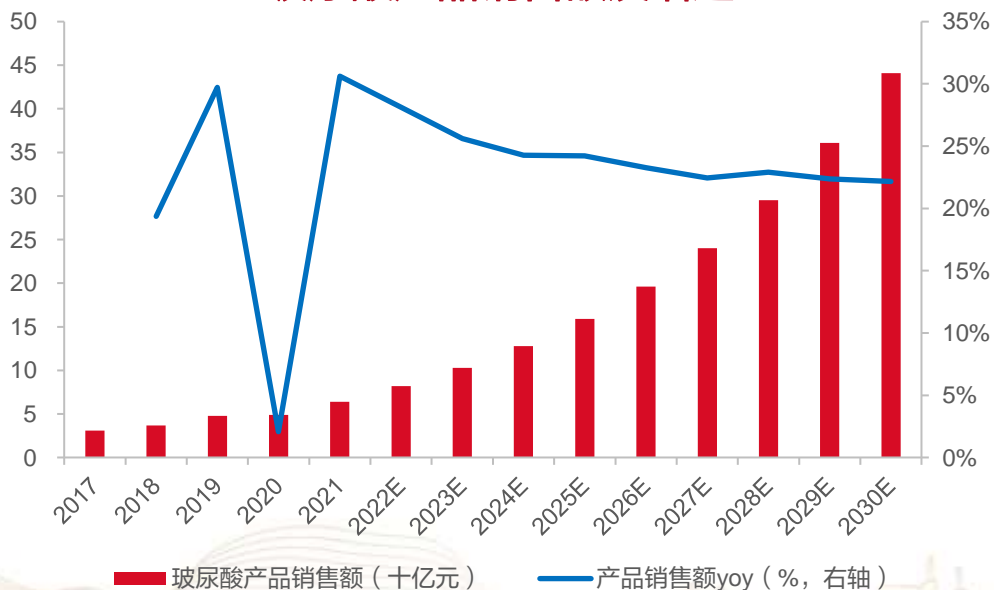


资料来源：爱美客招股书，中国医美行业2023年度洞悉报告，《医美行业白皮书》，东海证券研究所

## 玻尿酸：成熟期，关注差异化细分市场

- 1) 市场竞争激烈，市场规模持续扩容。目前国内市场玻尿酸合规产品已超过50款，产品整体较为同质化，市场已进入红海市场；从市场规模看，2021年玻尿酸市场规模已达64亿元，预计2030年市场规模有望达到441亿元。
- 2) 国际品牌集中于高端市场，国内厂家抢占中低端市场。从市场份额看，国内品牌市场销量高但销售额占比低，整体国内厂家集中于中低端玻尿酸市场，国际品牌占据高端市场。国货品牌试水高端化升级，昊海生科推出海魅、第四代天然交联产品。
- 3) 差异化细分领域有望抢占市场份额。爱美客通过嗨体主攻颈部、熊猫针针对眼周抢占细分市场，市占率持续提升。未来适应症拓展市场（唇部、下巴、眼周等）有望成为新增量。

玻尿酸产品销售额及增速



国产品牌销量高，销售额低

	按销量中国玻尿酸市场份额占比		按销售额中国玻尿酸市场份额占比	
	2020	2021	2020	2021
爱美客	27.20%	39.20%	14.30%	21.30%
华熙生物	12.80%	11.70%	8.90%	7.80%
昊海生科	7.80%	10.40%	3.00%	3.70%
<b>国内合计</b>	<b>47.80%</b>	<b>61.30%</b>	<b>26.20%</b>	<b>32.80%</b>
韩国LG	20.60%	7.50%	14.80%	5.60%
美国艾尔建	4.40%	5.00%	20.50%	23.80%
瑞典Q-MED	6.60%	4.90%	12.70%	9.10%
韩国Humedix	5.10%	4.20%	5.10%	4.10%
法国Revitacare		1.80%		4.10%
<b>海外合计</b>	<b>36.70%</b>	<b>23.40%</b>	<b>53.10%</b>	<b>46.70%</b>
其他	15.40%	15.30%	20.70%	20.40%

资料来源：爱美客招股说明书，东海证券研究所

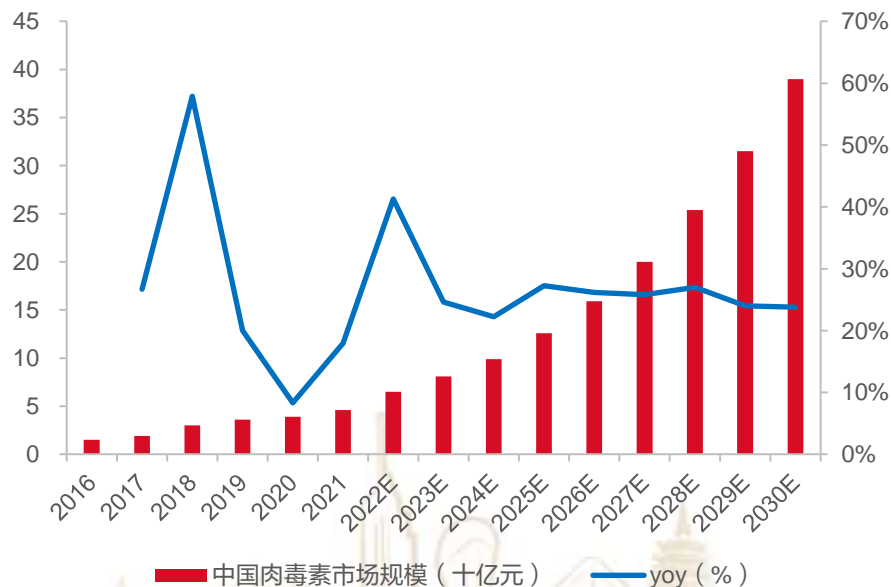
## 肉毒素：可替代性弱，布局竞争新格局

- 1) 刚性需求强：肉毒素应用主要为除皱，作为注射类医美针对除皱目前替代品较少，需求度高。
- 2) 市场竞争格局四足鼎立：肉毒素产品审批严格，目前格局四足鼎立，产品定位不同，包括保妥适（高端）、衡力（低端）、吉适（中高端）、乐提葆（中高端），其中保妥适、衡力因为品牌沉淀强，占据大部分市场份额。
- 3) 市场规模稳步增长。2021年肉毒素市场规模46亿元，预计2030年达到390亿元。
- 4) 未来产品两极分化。从已上市以及在研产品看，未来市场或将分为高性价比（衡力、绿毒等）/高端（保妥适、RT002等）两大梯队，打开肉毒竞争新格局。

### 国内4大合规肉毒素品牌

	保妥适	衡力	乐提葆	吉适
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	韩国Hugel	英国高德美
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900 Kda	900Kda	500/900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	一至两周	1-2天
适用于	精细化部位	大面积区域	精细化部位	大面积区域

### 肉毒素市场规模及增速



### 在研肉毒素品牌

	生产机构	国内代理企业	目前进度
Hutox	韩国Huons	爱美客	Ⅲ期临床, 预计2024年上市
ATGC-110	ATGC	华东医药	Ⅲ期临床阶段
YY001	重庆誉颜	华东医药	Ⅲ期临床阶段
RT002	美国Revance	复星医药	注册申报
Xeomin	德国Merz	精鼎医药	已完成临床试验
ET-01	Eirion	昊海生科	-
绿毒	大熊制药	-	Ⅲ期临床阶段

资料来源：新氧，爱美客港股招股书，各公司公告，东海证券研究所

## 再生类：升级玻尿酸，新品即将上市

- 1) 海外畅销多年，国内步入高速发展期。海外相较于国内应用较早，以sculptra为例，2010年就已广泛应用于医美领域，而国内2021年才为再生类医美市场的元年，目前仅四款合规产品，远不能满足快速成长的市场需求。
- 2) 再生材料功效强+客单价高。产品短期填充，长期刺激胶原蛋白再生，维持时间长。相较于玻尿酸，产品售价定位在1-2万，整体较为高端。
- 3) 从已上市产品看，产品销量爆发增长。华东医药伊妍仕2023H1收入收5.16亿，同比+90.66%（欣可丽美学收入）；爱美客濡白天使放量，推动2023H1凝胶类产品同比+139%，消费者对于再生类接受度高，产品快速放量，未来空间有望保持持续增长。
- 4) 新品上市带来增量。江苏吴中旗下爱塑菲有望2023年底/2024年初获批上市成为国内第四款产品。

### 再生类vs玻尿酸

	再生类	玻尿酸
结构	PLLA/PCL/PDLLA	链状结构多糖
技术	新型技术，快速发展	成熟期
价格	10000-20000元/ml	300-15000元/ml
功能作用	填充、抗老、刺激胶原蛋白再生	填充+塑型
优势	较为自然，维持时间长	性价比高
劣势	操作难度大，成本高	交联剂无法代谢、透光
竞争格局	合规产品少，处于发展初期	竞争激烈，产品众多

### 再生类已有四款上市

	艾维岚	伊妍仕	濡白天使	如生天使
取证时间	2021.4	2021.4	2021.6	2023.7
所属公司	长春圣博玛	华东医药	爱美客	爱美客
产品成分	PLLA+CMC+甘露醇	PCL(30%)+CMC(70%)	PLLA-PEG(18%)+交联玻尿酸(含利多卡因)(82%)	PLLA-PEG(18%)+交联玻尿酸(含利多卡因)(82%)
剂型	粉末	凝胶	凝胶	凝胶
提前配置	提前15-20min混合	无需	无需	无需
终端价格	18800元/支	18800元/支	12800元/支	14800元/支
产品规格	340mg/支	1ml/支	0.75ml/支	1ml/支
维持时间	30个月	12个月	24个月	24个月

预计2023年底/2024年初获批的爱塑菲



资料来源：新氧，公开资料整理，公司年报，公司官网，吴中美学官网，东海证券研究所

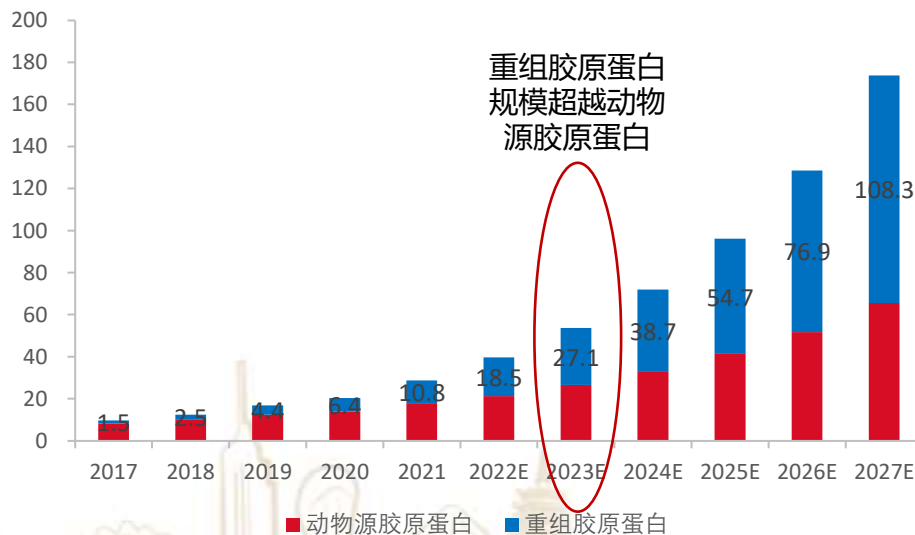
## 胶原蛋白：发展初期，多家企业布局

- 1) 功效佳，下游具备应用场景。重组胶原蛋白相较于动物源胶原蛋白具备保湿性佳、成本低、生物活性及生物相容性高（不易过敏）、安全性高等优点，相较于玻尿酸不移位、不透光，可广泛应用于水光、眼周等领域。
- 2) 市场规模高增，渗透率有望提升。重组胶原蛋白赛道2021年市场达到108亿元，并有望在2023年市场规模超过动物源胶原蛋白，预计2022-2027年市场规模仍保持CAGR42.4%高速增长，2027年市场渗透率达到62.3%，市场规模将达1083亿元，是2021年的10倍，空间广阔。
- 3) 作为新赛道消费者接受度高，锦波生物产品上市爆发式增长。2021/2022年为薇旖美实现销售收入分别为0.28/1.17亿元，产品一经上市就迎来翻倍增长，赛道前景广阔。

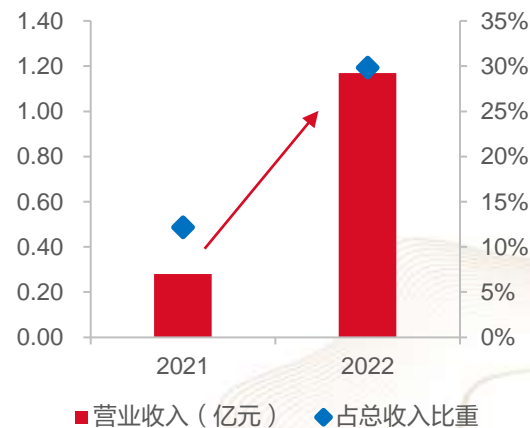
### 重组胶原蛋白vs动物源胶原蛋白

	重组胶原蛋白	动物源胶原蛋白	
来源	基于基因工程编码	猪牛鸡	鱼
方式	利用DNA重组及合成生物学等技术制备	从动物源中提取获得，原料来源以猪牛鸡、鱼鳞、鱼皮、鱼骨中提取为主	原料来源从鱼鳞、鱼皮、鱼骨中提取，以野生罗非鱼和深海鳕鱼居多
优点	原材料成本低，具备规模效应，品质可控；高人体亲和性；不易过敏；具备较好的可加工性	人体同源性较高，生物活性高，拉伸强度及支撑力强	相较于猪牛鸡生物安全性高，具有低抗原性、低过敏性，易被人体吸收
劣势	无法确定是否具有完整的三螺旋结构，其生物活性存疑	存在动物疾病、食品安全以及宗教禁忌等风险	人体同源性低于猪牛鸡
应用领域	保健食品、美容化妆品、医美	生物医用材料及保养品	保健食品、生物医药、美容化妆品

### 中国胶原蛋白市场规模（十亿元）



### 薇旖美上市快速放量



资料来源：沙利文，巨子生物招股书，锦波生物公司公告，东海证券研究所

## 胶原蛋白：发展初期，多家企业布局

- 1) 合规产品少，多家企业布局，市场前景阔。当前国内获批产品少，仅4家公司产品获批，其中仅有锦波生物2款（分别于2021/2023年拿证）为重组胶原蛋白产品，产品取证周期长，获证企业具备先发优势。多家龙头积极布局。巨子生物即将推出胶原蛋白医美产品，主要用于抗衰老、改善面部皱纹等领域，江苏吴中取得突破性三螺旋重组胶原蛋白技术。2) 产业资本化有所突破。2023年巨子生物、锦波生物先后上市，带来胶原蛋白高关注度。

### 国内医美胶原蛋白获批产品

公司	品牌	原料	维持时间	获批时间
汉福生物	爱贝芙	动物源（牛）	5-10年	2012
双美生物	肤柔美	动物源（猪）	3个月	2009
	肤丽美	动物源（猪）	9个月	2012
	肤力源	动物源（猪）	8-12个月	2019
长春博泰	弗缦	动物源（牛）	3-6个月	2012
锦波生物	薇旖美	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	3-6个月	2021
		重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	-	2023

### 多企业布局胶原蛋白赛道

公司名称	相关事项
巨子生物	4款肌肤焕活产品在研，预计2024-2025年间陆续拿证上市
江苏吴中	与南京东万生物合作获取取得突破性三螺旋重组胶原蛋白技术独家经销权以及开发权
锦波生物	注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液于2023年8月获批
华熙生物	收购北京益而康生物51%的股份，布局重组胶原蛋白赛道
爱美客	收购哈尔滨沛奇隆生物制药有限公司，布局动物源胶原蛋白

资料来源：《国内高品质胶原蛋白行业发展白皮书》，沙利文，巨子生物招股书，锦波生物各公司公告，东海证券研究所

# 企业积极布局促新增量

- 未来产品成为供给端新增量。各龙头医美企业投入研发，共创医美行业供给端新格局。

## 部分上市公司已有产品矩阵

公司	产品已上市矩阵
爱美客	嗨体（2017）；嗨体熊猫针（2020）；濡白天使、夸活泡泡针（2021）；如生天使（2023）、爱芙源、嗨体护肤、嗨体熊猫三大护肤系列（2023）
华东医药	伊妍仕（2021）；酷雪Glacial Spa(2022)、多功能面部皮肤管理平台Préime DermaFacial（欧洲2022，国内2023E）；利拉鲁肽减肥适应症、双极射频抗衰设备“芮艾琨®（2023）
昊海生科	海薇（2014）、Endymed（2014）、姣兰（2017）、海魅（2020）；强化“姣兰”玻尿酸产品“姣兰唇”（2023）
华熙生物	润百颜玻尿酸（2012）；润致娃娃针（2020）；润致臻活（2022）
锦波生物	薇旖美—重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维（2021）；重组胶原蛋白溶液（2023）

## 部分医美企业未来布局

公司	产品名称	目前进度
爱美客	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠（宝尼达）	注册申报
	肉毒素	完成Ⅲ期临床试验
	利多卡因丁卡因乳膏	Ⅲ期临床试验阶段
	利拉鲁肽注射液	完成I期临床试验
	第二代理植线	临床试验
华东医药	Density（射频仪器）& LinearZ	临床试验
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美1+1）	临床试验
	Maili Extreme玻尿酸	国内注册检测已完成
	伊妍仕M型	2023年3月完成中国临床试验入组，正在进行随访
	重组A型肉毒毒素YY001	2023年5月结束Ⅱ期临床试验，Ⅲ期临床推进中
江苏吴中	Lanluma v聚左旋乳酸	国内注册准备中
	Glacial RX（F1）	国内注册检测及技术资料准备开展中
	V系列（V20/V30）	V20已在2023Q3完成注册受理递交 v30国内注册开展中
	Aesthefill童颜针	CMDE技术评审
	HARA玻尿酸	临床阶段
昊海生科	重组胶原蛋白填充剂	实验室研究
	智能交联胶原蛋白填充剂	临床前
	加强型水光注射剂	临床试验
	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	注册检验
	第四代有机交联透明质酸钠凝胶	注册申报
华熙生物	注射用透明质酸钠复合凝胶	临床前研究
	涂抹型A型肉毒素ET-01	-
	注射型肉毒素AI-09	-
巨子生物	4款Ⅲ类医疗器械重组胶原蛋白产品	注册申报以及临床随访 临床试验以及产品开发阶段

资料来源：各公司公告，各公司官网，东海证券研究所

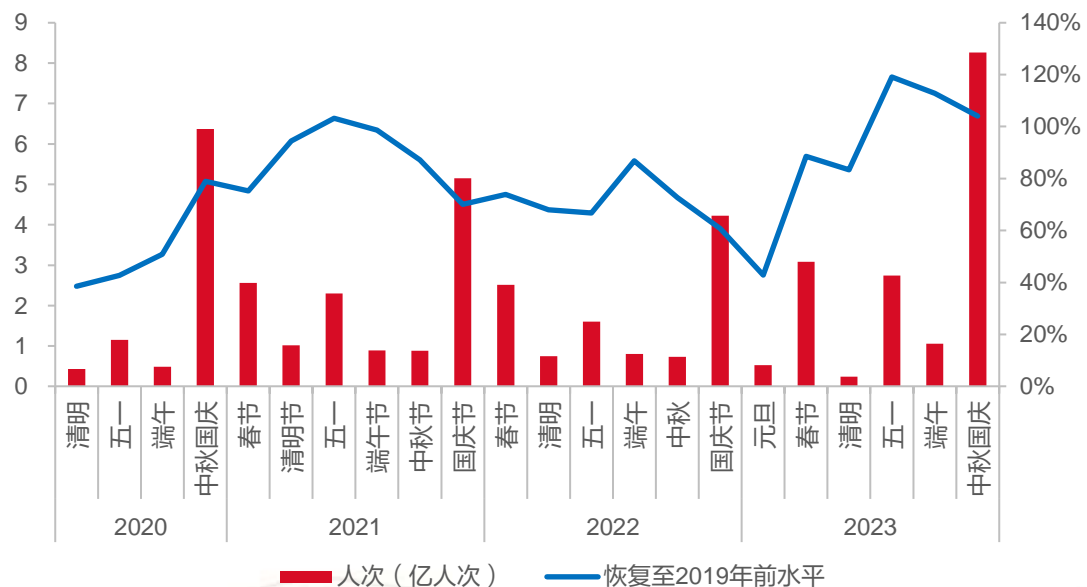
# 目 录

- 一、市场表现
- 二、美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会  
医美—关注细分赛道新机遇
- 三、社会服务：旅游—需求渐次恢复  
酒店—连锁化、中高端化提升
- 四、结论与投资建议

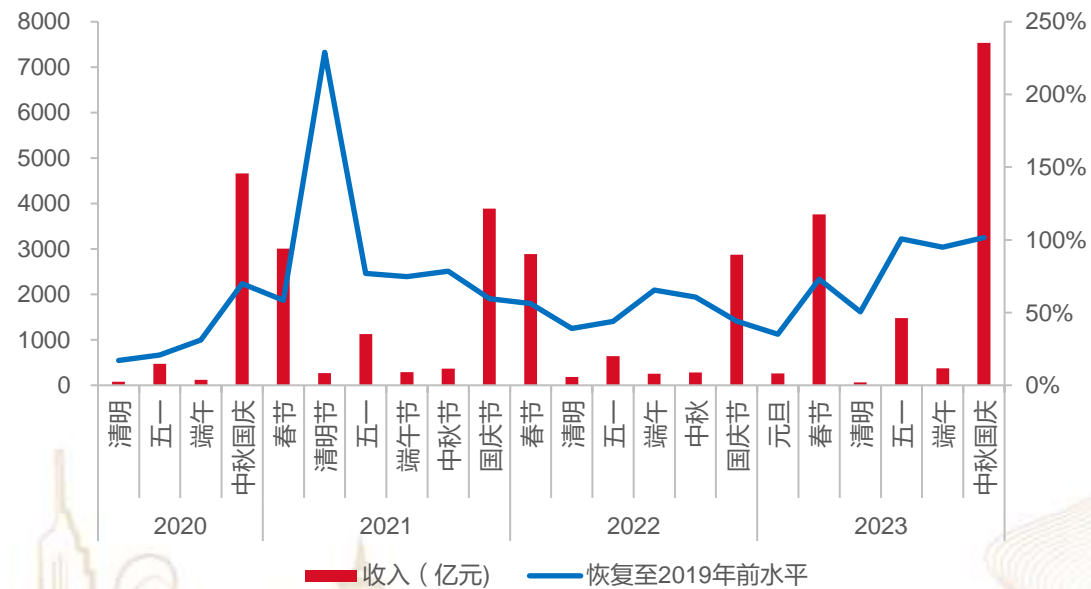
## 旅游：出行渐次恢复

- 节假日需求逐步恢复，景区客流以及收入显著提升。从不同节假日看，国内旅游人次在今年五一、端午、中秋&国庆分别恢复至2019年同期的119.1%/112.8%/104.1%；国内旅游收入在今年五一、端午、中秋&国庆分别恢复至2019年同期的100.7%/94.9%/101.5%，整体表现均超过2019年同期，国内旅游开始复苏并逐步超过疫情前水平。

国内节假日旅游人次/恢复度



国内节假日旅游收入/恢复度

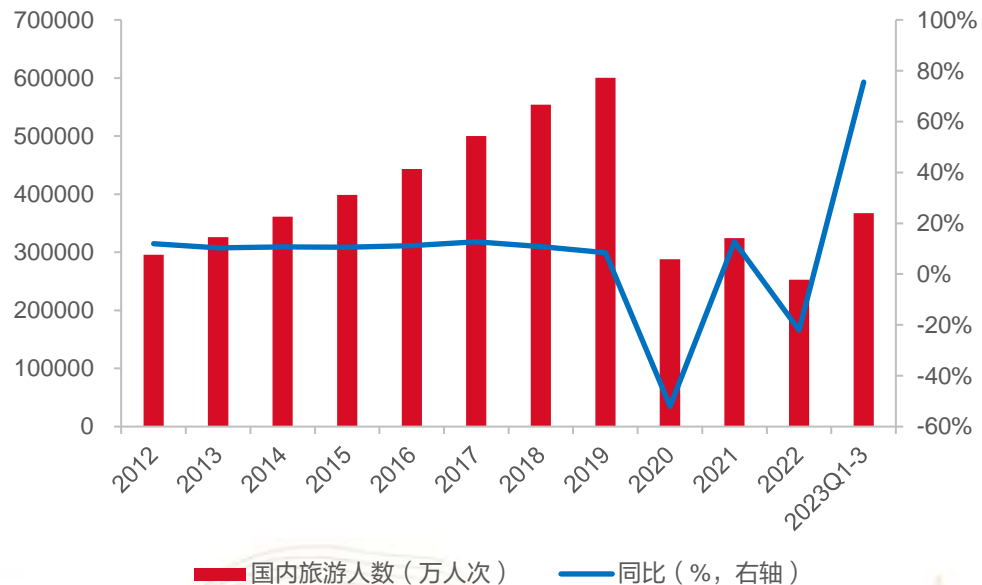


资料来源：文旅部，Wind，东海证券研究所

## 旅游：出行渐次恢复

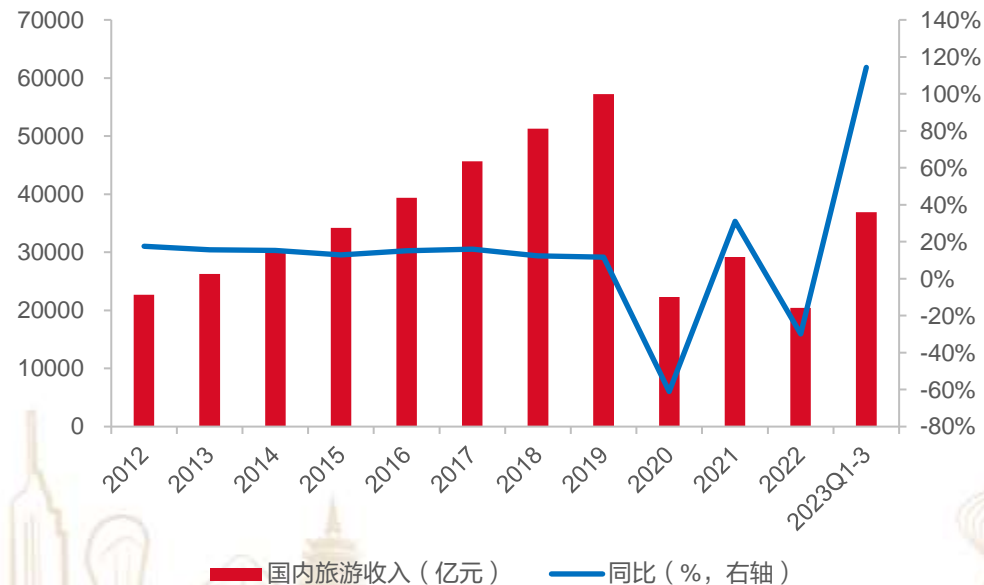
- 国内旅游业进入复苏与创新并行的新阶段，数据同比表现亮眼。2023年前三季度，国内旅游人次与旅游收入实现同比高增。根据文旅部数据，2023年前三季度国内旅游人数36.74亿人，同比+75.5%；旅游收入3.69万亿元，同比+114.4%。分季度看，2023年第一/二/三季度，国内旅游总人次分别为12.16亿/11.68亿/12.90亿，同比+46.5%/+86.9%/101.9%。我们认为，随着疫情影响因素的逐步消失，消费者积压的旅游消费热情逐步释放，前三季度人数和收入实现双高增，随着各类旅游业态的发展，后续旅游将稳健发展。

### 国内旅游人数及同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

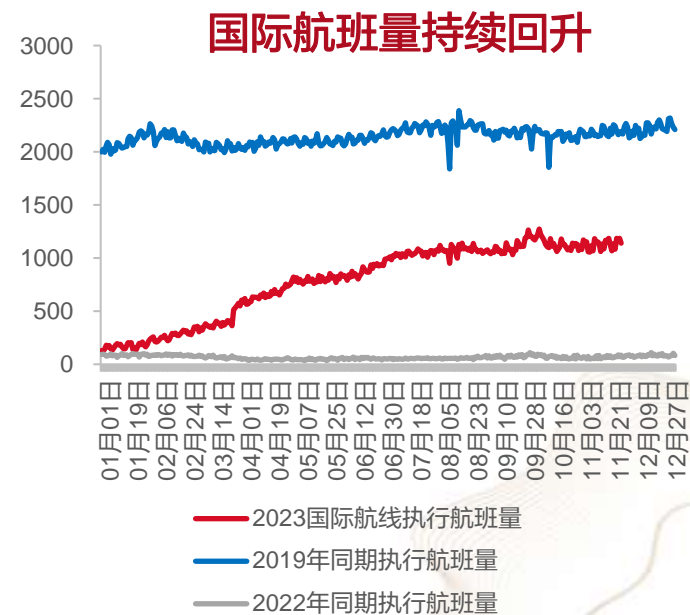
### 国内旅游收入及同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 旅游：出境游需求持续释放

- **政策逐步放开，国际航线恢复。**文旅部逐步放开防控措施，截至目前138个国家和地区的出境团队旅游和“机票+酒店”业务已恢复；11月入境政策的放松、马来西亚等国免签政策的推出推动出入境旅游需求释放。国际航班量逐步恢复，截至11月底，国际航线数量已恢复至2019年52%的水平，并随着政策推动有望持续提升。
- **出境游积压需求释放。**由于过去三年出行受限，旅客出境消费力受到压制。根据携程旅行数据显示，“十一”期间出境游订单同比增长近20倍；同时尽管三季度跨境航空客运量仅恢复到2019年同期的50%左右，但携程出境酒店和机票预订量已恢复到2019年同期水平的80%左右，持续领先行业复苏水平。



资料来源：文旅部，航班管家，东海证券研究所

## 旅游:新项目、文旅结合、交通改善等成为新增长点

- **交通改善**: 景区交通便捷程度一定程度影响旅客选择性, 景区交通的改善有望提升客流, 打开上限。
- **项目改造/拓展**: 门票限制后, 新项目落地、项目升级改造, 为景区提供扩容新方向, 成为景区持续发展及业绩增长的核心。
- **文旅结合**: 十四五规划强调“推动文化和旅游融合发展”。文旅融合, 将文化底蕴与景区相结合, 打造自身IP, 塑造自身品牌力。

### 部分优质旅游公司核心亮点

#### 沈白高铁开通将缩短北京/沈阳前往长白山时间



资料来源: 百度百科, 东海证券研究所

公司	核心亮点
天目湖	一站式旅游龙头, 聚焦长三角, 后续南山小寨、平桥漂流、动物王国释放增量。2024年沪苏湖高铁完工有望缩短上海至溧阳时间。
宋城演艺	杭州、三亚、丽江稳定发展, 上海项目升级/西安千古情结合周秦汉唐历史优化有望释放增量; 佛山、西塘项目即将落地。
黄山旅游	稀缺性自然资源景区, 一方面公司全力推动项目建设, 加速酒店改造升级, 东黄山索道有望于2025年投运; 另一方面利用“黄山”IP推进文旅融合, 开设徽菜业务。2024年池黄高铁通车连接池州、黄山, 经由黄山、九华山、太平湖等风景名胜, 客源有望持续拓展。
长白山	稀缺性自然资源景区, 2023年机场扩建完成, 2025年温泉部落二期项目有望落地、沈白高铁开通缩短北京/沈阳等到长白山时间。
峨眉山	公司拟投资3.5亿元升级金顶索道并于2024年底投入运营, 有望促核心景区显著扩容。

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 东海证券研究所

# 目 录

## 一、市场表现

## 二、美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会

### 医美—关注细分赛道新机遇

## 三、社会服务：旅游—需求渐次恢复

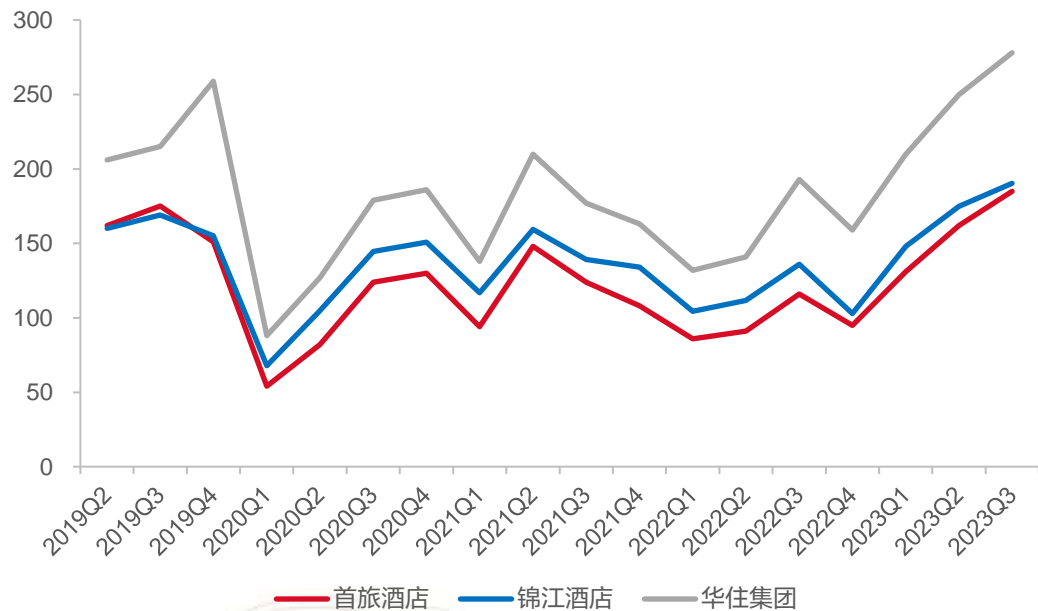
### 酒店—连锁化、中高端化提升

## 四、结论与投资建议

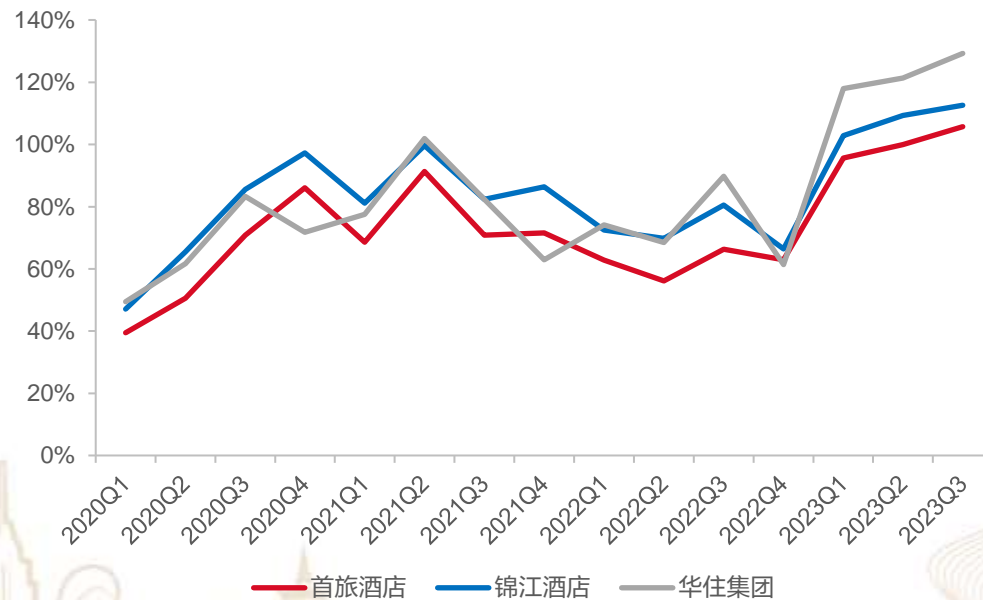
## 酒店：RevPAR表现提升

- 旅游出行恢复较好，今年各酒店RevPAR表现亮眼，年初至今恢复度持续提升。首旅酒店/锦江酒店/华住集团2023Q3分别恢复至2019年同期的105.7%/112.6%/129.3%，均持续改善。

本土龙头RevPAR逐步回升（元）



本土龙头较2019恢复程度

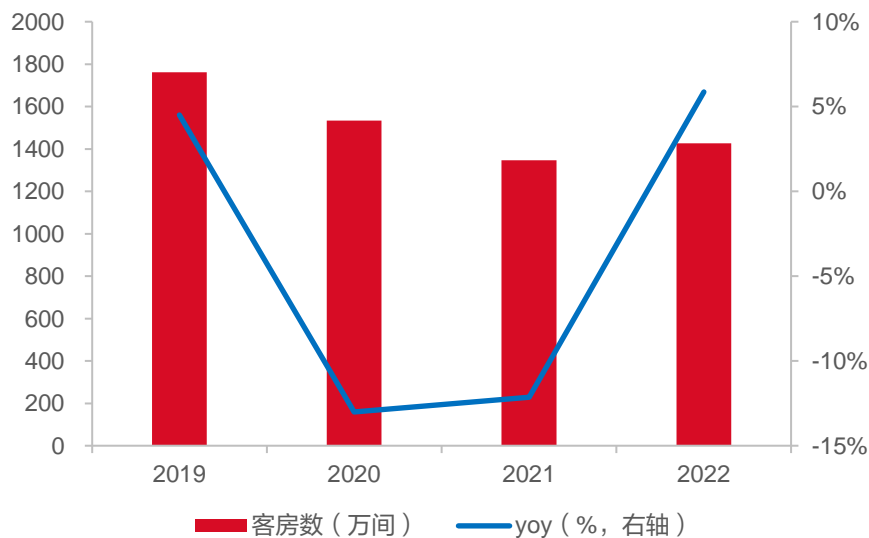


资料来源：Wind，公司公告，东海证券研究所

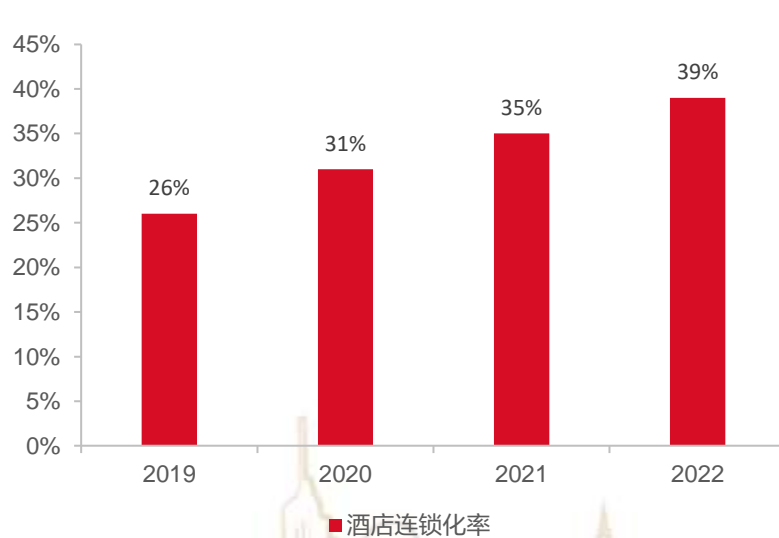
## 酒店：行业供给出清，连锁化率提升

- 1) 疫情推动行业加速出清，酒店连锁率快速提升。截止2022年末，全国酒店客房数为1426万间，相较2019年-19.07%，三年疫情推动行业去劣存优。在此背景下，酒店连锁化成为行业发展新趋势，2022年末，中国整体连锁化率（连锁酒店口径为同一品牌 3 家及以上门店）约为39%，较2021年期末的35%提升4pcts。
- 2) 连锁化具备价格/运营/品牌优势。连锁酒店通过打造品牌优势，有望通过规模效应降低成本，推动品牌知名度提升，提高竞争力。
- 3) 相较海外仍有提升潜力。中国目前酒店连锁化率相较全球以及美国等发达国家还具备提升空间，酒店品牌化的空间仍较大。

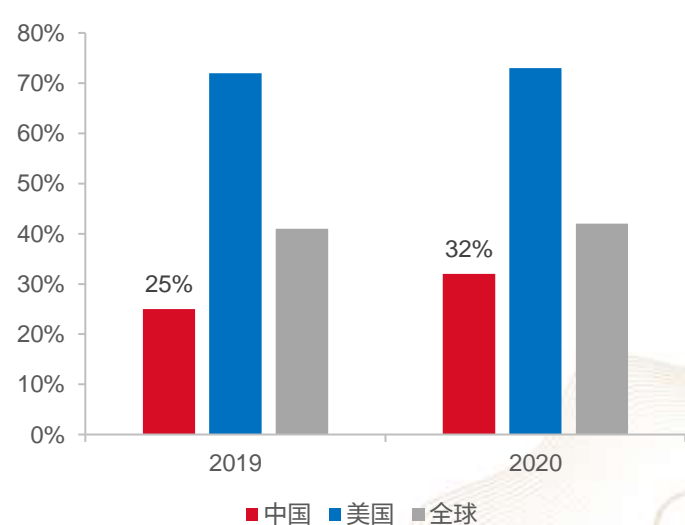
### 全国酒店客房数及同比



### 国内酒店连锁化率逐步提升 (%)



### 相较海外中国连锁化率较低

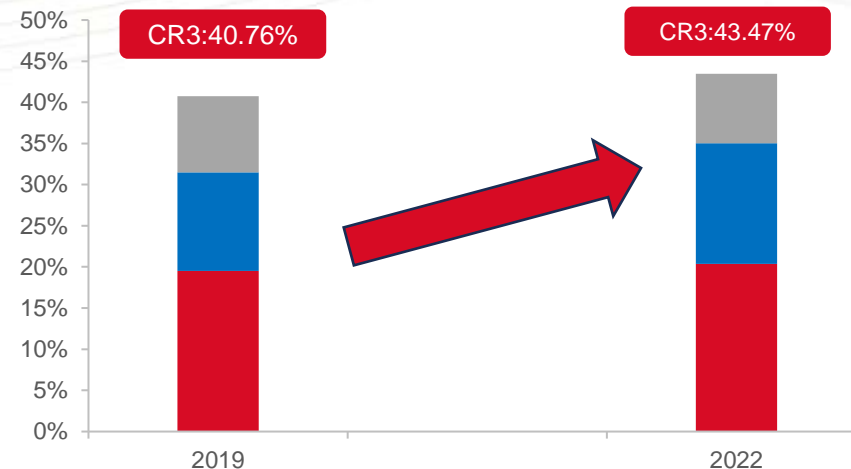


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，亚朵招股书，东海证券研究所

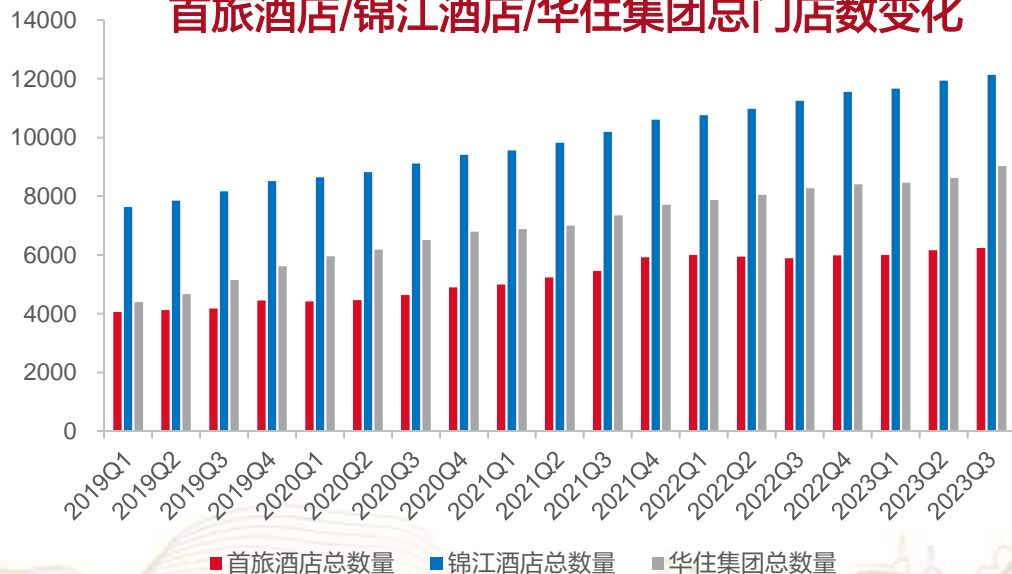
## 酒店：三大集团增长稳健，集中度提高

- 三大龙头酒店开店稳健。2023年前三季度，首旅酒店/锦江酒店/华住集团净开店数量分别达到259/590/618家，截至2023Q3，首旅酒店/锦江酒店/华住集团总门店数分别为6242/12138/9028家。
- 集中度不断提升。首旅酒店/锦江酒店/华住集团三大龙头市场占有率从2019年40.76%提升至2022年43.47%，其中华住集团提速最快，市占率提升2.64pcts至14.63%（2022）。

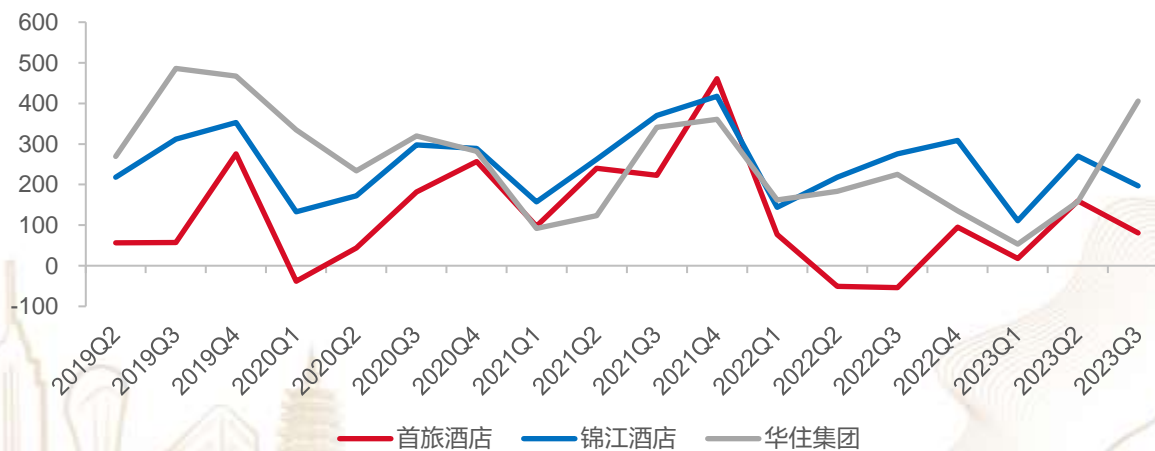
CR3市占率逐步提升



首旅酒店/锦江酒店/华住集团总门店数变化



首旅酒店/锦江酒店/华住集团净增门店数

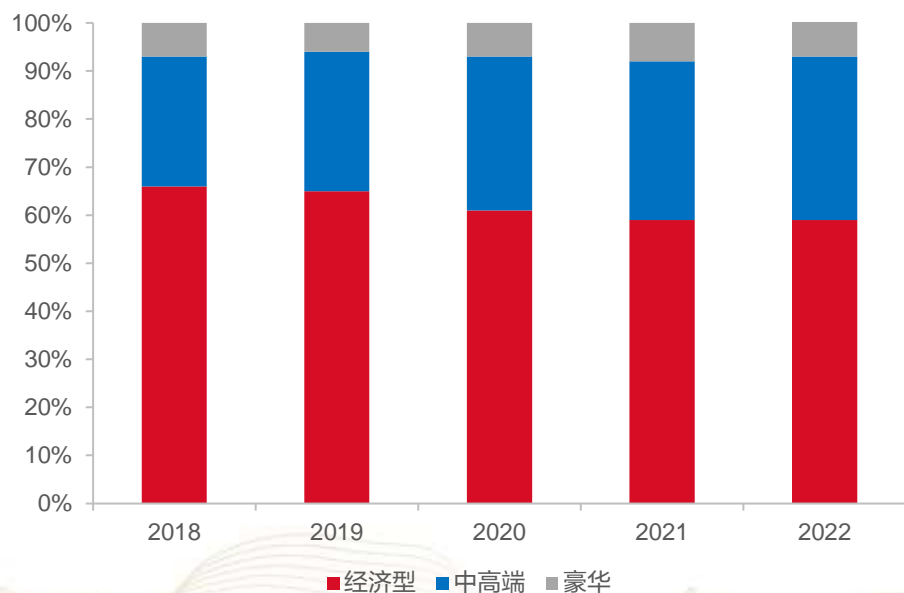


资料来源：Wind，公司公告，饭店业协会，前瞻产业研究院，东海证券研究所

## 酒店：中高端持续提升

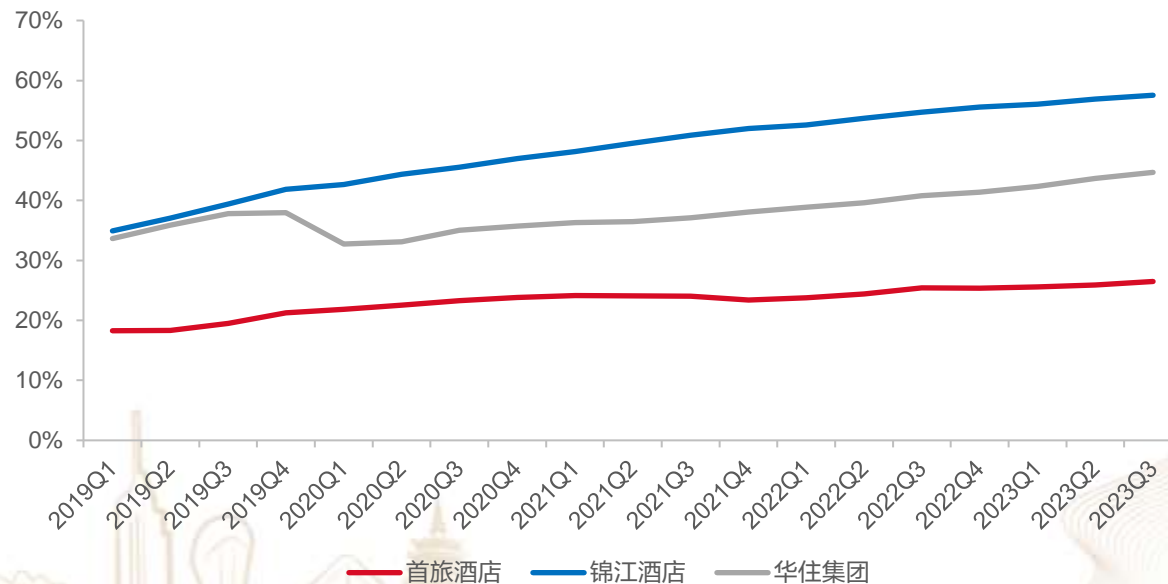
- 中高端酒店占比持续提升，供给端的成本因素及需求端的消费升级推动酒店中高端转型。1) 从供给端看，国内租金、人工成本等因素长期来看呈上行趋势，中高端相较于经济型收益模式佳，是酒店后续发展的趋势。从需求端看，消费升级驱动下，消费者对于酒店的消费选择倾向于品质高、服务好的中高端酒店品牌。2) 三大龙头企业中高端占比持续提升。首旅酒店/锦江酒店/华住集团2023Q3相较2019年同期分别提升7/18/7pcts，达到26.5%/57.5%/44.7%。3) 酒店经过推陈出新以及升级与国外品牌相比具备竞争力，有望推动国产替代，加速国内酒店占比持续提升。

### 中高端酒店占比持续提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 首旅/锦江/华住中高端占比持续提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

# 目 录

## 一、市场表现

### 二、美容护理：化妆品—国货崛起下寻找 $\alpha$ 机会

#### 医美—关注细分赛道新机遇

### 三、社会服务：旅游—需求渐次恢复

#### 酒店—连锁化、中高端化提升

## 四、结论与投资建议

## 投资策略

- **化妆品：挖掘国货Alpha机遇。**行业渠道红利下行，整体需求表现放缓的背景下，国货品牌表现有所分化，优质国货表现亮眼。展望未来，日本核废水事件、消费者消费理念转变、国潮风为国货化妆品提供机遇与空间，消费者对国货产品认知和需求不断加大，国货排名逐步提升，国产渗透率有望逐步提高。在此背景下，我们认为具备强研发力成为国货发展的核心底层支撑，同时品牌矩阵、大单品产品力、功效性等助力优质企业快速发展，建议关注：1) 产品矩阵丰富、业绩确定性强的标的：**珀莱雅**；2) 聚焦优质赛道，打造功效优势标的：**贝泰妮、巨子生物、华熙生物**。
- **医美：细分赛道新机遇。**供给端，轻医美赛道受益于创伤小、恢复快、便捷性高快速发展，医美产品更新换代（功效升级）效应较强，注射类新兴赛道增速高、消费者关注度高，产品上市放量较快，建议关注重组胶原蛋白、再生类等细分赛道。需求端，消费者人群扩大、目标城市下沉有望推动渗透率提升，加速医美行业扩容。中长期来看，行业合规化趋严，国产替代率提升，获证/优先布局企业抢占先机。建议关注：1) 合规产品线完善，在研产品丰富的标的：**爱美客、华东医药**。2) 近期有新品推出的并有望快速放量的：**江苏吴中、巨子生物**。
- **旅游及景区：2023年国内补偿性旅游需求得到集中释放，**随着政策逐步放开，出境游热度提高，叠加航班供给恢复，出境游存在增长空间。同时景区方面，新项目、交通改善、文旅融合等成为自身新增长点，建议关注：1) 受益于出境游的：**众信旅游**；2) 项目扩张、交通改善带来业绩增量的：**天目湖、长白山、宋城演艺**。
- **酒店：连锁化、中高端化趋势不改。**短期来看，国内休闲游恢复常态，商旅需求仍有恢复空间，酒店估值处于长期低位水平，板块具备配置价值。中长期来看，行业供给端出清，集中度逐步提升，酒店连锁化、中高端结构升级带动RevPAR持续提升，同时龙头积极拓展开店，建议关注酒店后续升级趋势，推荐关注：酒店龙头标的**首旅酒店、锦江酒店**。

## 重点公司及盈利预测

	股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
景区	600138.SH	中青旅	78	10.78	0.47	0.78	1.00	23	14	11
	600054.SH	黄山旅游	68	11.14	0.57	0.65	0.73	20	18	16
	603136.SH	天目湖	35	18.62	0.88	1.15	1.37	22	17	14
	603099.SH	长白山	42	15.71	0.58	0.68	0.80	26	23	19
	300144.SZ	宋城演艺	270	10.29	0.35	0.50	0.62	30	21	17
	002707.SZ	众信旅游	75	7.65	0.02	0.21	0.34	403	36	21
酒店	600258.SH	首旅酒店	186	16.64	0.71	0.92	1.10	24	19	16
	600754.SH	锦江酒店	304	31.56	1.18	1.68	2.07	28	20	16
医美	300896.SZ	爱美客	607	280.58	8.79	12.19	16.24	34	24	18
	000963.SZ	华东医药	685	39.05	1.68	2.04	2.47	25	20	17
	688366.SH	昊海生科	163	108.62	2.63	3.27	3.96	42	34	28
	600200.SH	江苏吴中	62	8.73	0.02	0.20	0.32	450	46	28
化妆品	603605.SH	珀莱雅	395	99.44	2.82	3.56	4.41	35	28	23
	300957.SZ	贝泰妮	288	67.99	3.06	3.87	4.85	23	18	15
	688363.SH	华熙生物	320	66.36	1.79	2.22	2.71	39	31	26
	603983.SH	丸美股份	102	25.38	0.71	0.91	1.11	37	29	24
	600223.SH	福瑞达	102	10.04	0.37	0.47	0.58	28	22	18
	600315.SH	上海家化	152	22.48	0.91	1.10	1.27	25	21	18

资料来源：Wind，Wind一致预期，东海证券研究所  
截至2023/12/7

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

#### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks  
For Watching

感谢聆听

务实 创新  
规范 协同



东海证券



东海研究