

新质生产力+服务消费， 开辟更多增量空间

华西商社团队 证券分析师：许光辉 SAC NO: S1120523020002
徐晴 SAC NO: S112052308000
王璐 SAC NO: S1120523040001

2024年11月06日

核心逻辑

- **行业复盘：年初以来表现弱于大盘，新业态、新渠道推动传统行业变革**
 - 1) 年初以来板块表现弱于大盘，子板块之间表现分化；
 - 2) 出行需求不减，景区及OTA业绩表现更佳；
 - 3) 新业态、新渠道驱动传统行业变革；
 - 4) 性价比消费、兴趣消费趋势延续；
 - 5) AI应用快速渗透。
- **行业展望：关注政策以及AI应用催化**
 - 1) 促消费政策持续加码，关注服务消费对内需的提振作用
 - 2) “价格力”优势将得到强化，关注新业态扩张与利润率提升；
 - 3) 聚焦品质消费+兴趣消费，线下零售有望迎来拐点。
- **投资建议：促消费政策不断加码，我们认为可选消费有望稳步复苏。**我们建议关注三条投资主线：1) 性价比零售及服务：消费力整体低迷，价格力竞争优势凸显，关注性价比连锁消费业态扩张及利润率改善，相关受益标的包括途虎-W、名创优品、海底捞、特海国际、达势股份等；2) 出海链：出口供需两旺，卖家及出海服务商有望持续高景气，相关受益标的包括米奥会展、赛维时代、焦点科技、安克创新、致欧科技、华凯易佰等；3) 景区旅游：旅游消费保持韧性，关注交通改善及项目升级带来的客流提升，相关受益标的包括九华旅游、长白山、三特索道、众信旅游、携程集团-S、同程旅游等。
- **风险提示：**行业竞争加剧；对外贸易政策发生变化；宏观经济复苏不及预期；汇率大幅波动。

目录

01 行业复盘

03 投资建议

02 行业展望

04 风险提示



01 行业复盘

年初以来表现弱于大盘，新业态、新渠道推动传统行业变革

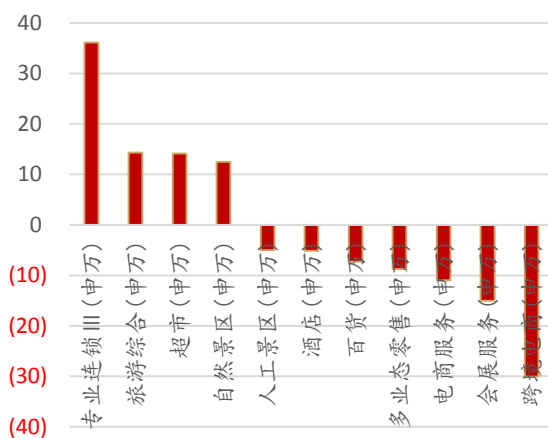
1.1 年初以来板块表现弱于大盘，子板块之间差异较大

- ◆ 年初至10月29日，申万社会服务、申万商贸零售分别下跌3.1%、1.4%，表现弱于沪深300。
- ◆ 年初至10月29日，申万社会服务与商贸零售各子板块涨跌幅差异较大。专业连锁、旅游综合、超市、自然景区取得正收益。
- ◆ 年初至10月29日，港股方面OTA（携程集团-S、同程旅行）表现较好，我们认为主要受益于疫后旅游线上化率不断提升、平台经营效率优化，特海国际出海基本面坚实，同样取得亮眼的股价表现。

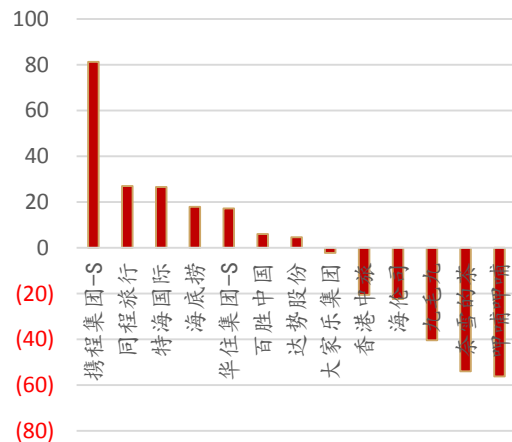
年初至今申万社会服务和商贸零售板块表现弱于沪深300 (%)



2024年至今自然景区板块股价表现相对更优 (%)



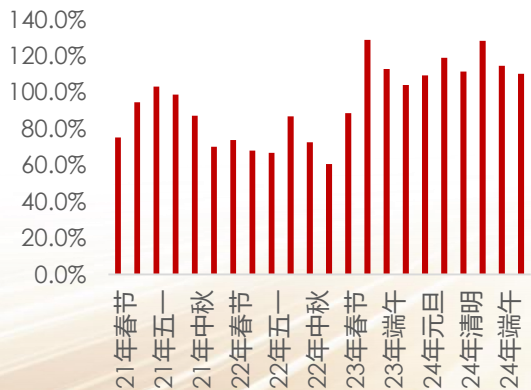
2024年初至今港股OTA公司股价表现更优 (%)



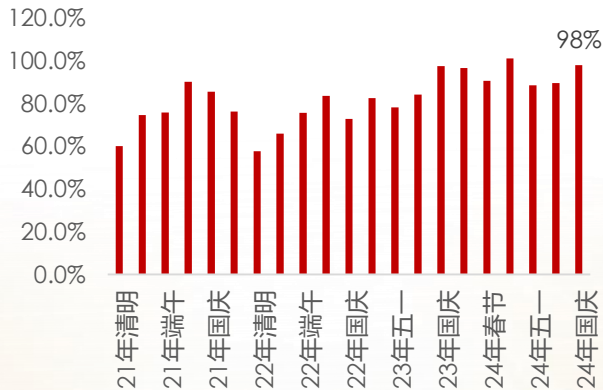
1.2 出行需求不减，景区及OTA业绩表现更佳

- ◆ 旅游具备刚需属性，需求韧性。2023年至今，我国节假日国内旅游人次保持较高水平，持续超过2019年同期。与此同时，旅行消费趋于理性，节假日人均消费24年尚未恢复至疫情前水平，但国庆假期恢复度环比提升。
- ◆ 非假期出行需求同比回暖，2024年大部分时段民航旅客运输量超过去年同期。根据飞常准数据，2024年民航旅客运输量绝大部分时段超过2023年同期，我们认为一方面来自出入境客流增量，另一方面商务出行也在进一步复苏。

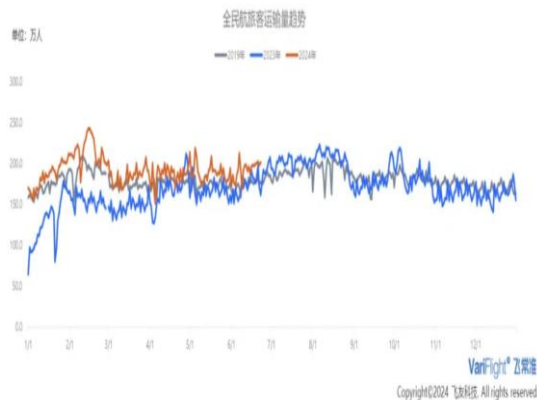
我国节假日国内旅游人次相比2019年恢复率



我国节假日国内旅游人均消费相比2019年恢复率



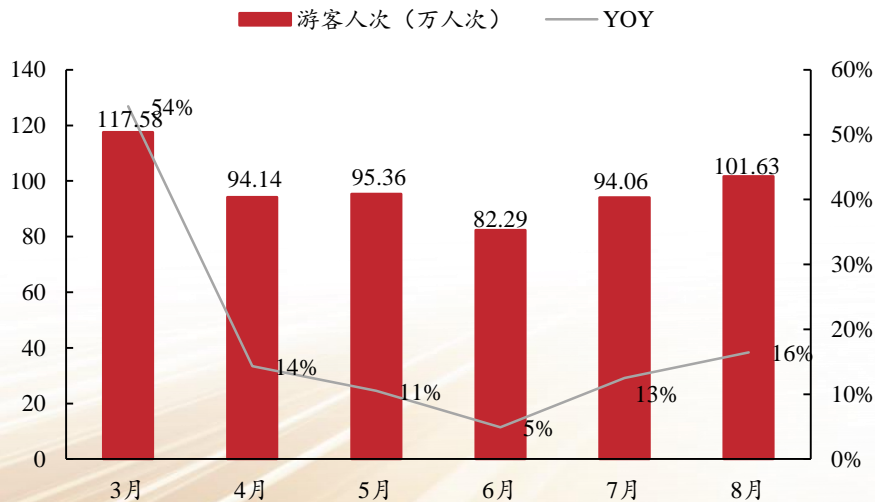
全民航旅客运输量 (万人)



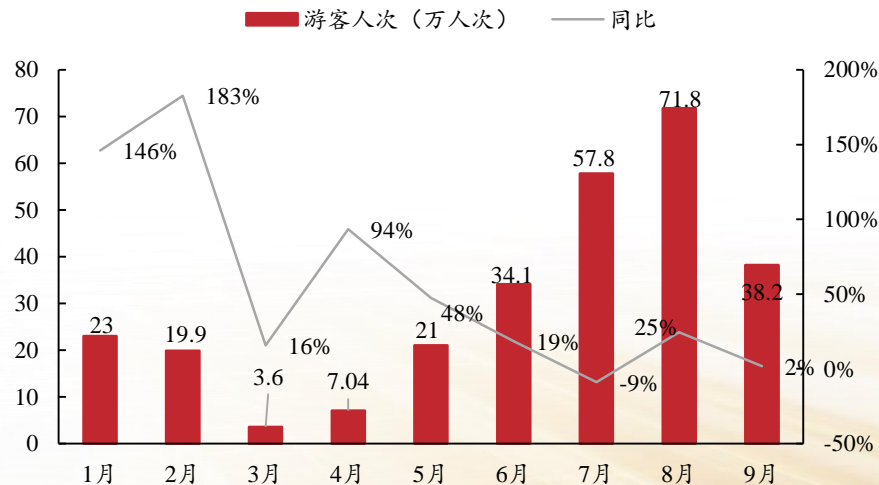
1.2 出行需求不减，景区及OTA业绩表现更佳

- ◆ 景区消费属于旅游中的刚需，资源禀赋较强的自然景区客流表现亮眼。旅行支出趋于谨慎的情况下，景区消费为旅行当中的必选项，需求相对坚挺。资源禀赋较强的景区在去年高基数下客流依旧取得不错表现：九华山24年五一及端午客流分别同比增长15%、44%，长白山24年5月客流同比增长48%。由于景区门票、索道、交通等价格通常比较固定，因此客流高增为收入及利润的增长提供良好基础。

九华山2024年客流人次及同比增长



长白山2024年客流人次及同比增长



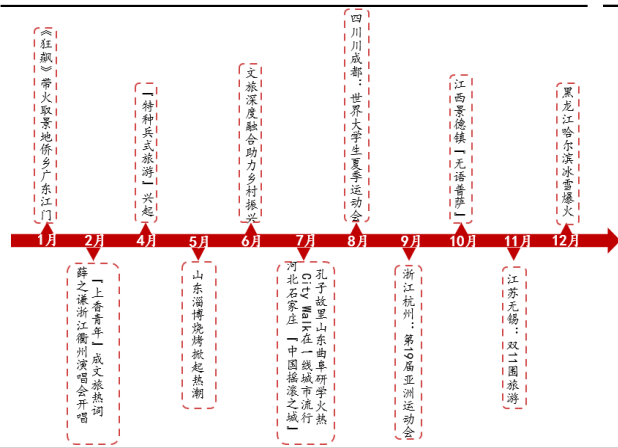
1.2 出行需求不减，景区及OTA业绩表现更佳

- ◆ 下沉市场旅游火爆，旅行热点轮动快，OTA直接受益。
- ◆ 24H1，携程、同程收入分别同比+21%、+49%，归母净利润分别同比增长103%、13%。
- ◆ 我们认为OTA收入及利润高增的原因有：1) 疫后旅行线上化率提升，平台竞争格局优化；2) 下沉市场旅游火爆，携程五一黄金周趋势洞察报告中提到，县域旅游目的地火爆，四线及以下城市增速跑赢大盘，相比景区和酒店，OTA布局更加全国化，故受益明显；3) 全年文旅热点轮动较快，热门目的地不断更迭，OTA边际扩张成本较低。

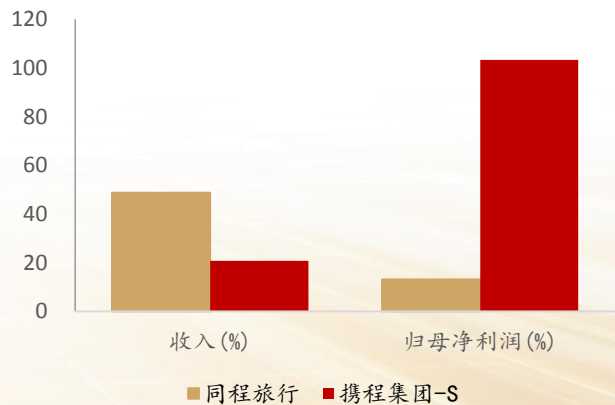
县域旅游火爆（2024年五一）



2023年文旅热点频出



24H1携程及同程旅游收入及利润同比增速 (%)

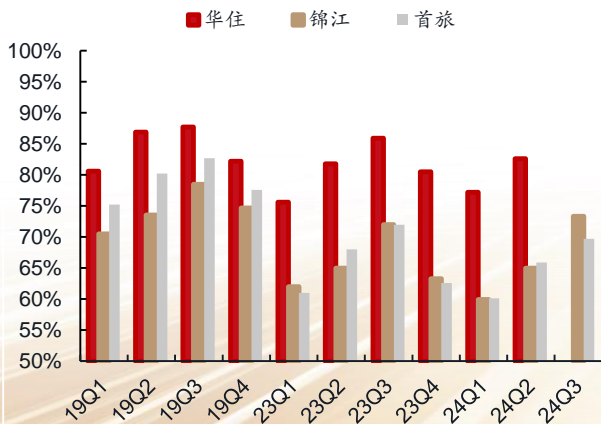


资料来源：携程，官网整理，wind，华西证券研究所

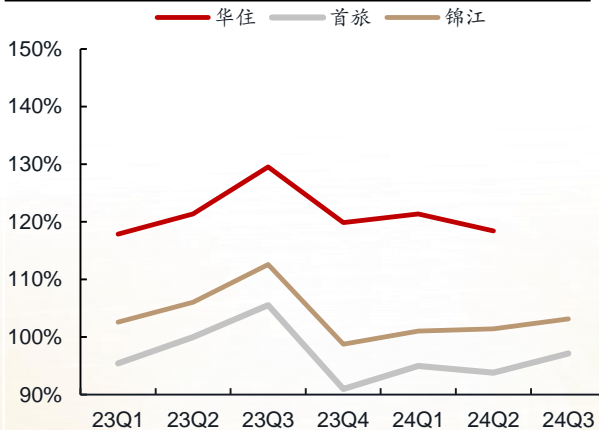
1.2 出行需求不减，景区及OTA业绩表现更佳

- ◆ 酒店入住率相比疫情前仍有缺口。截至24Q2，华住、锦江、首旅入住率尚未恢复到19年同期水平，横向比较来看，华住入住率绝对值和恢复率优势较为突出。
- ◆ 房价较为坚挺，revpar表现良好。受益于结构升级，酒店龙头综合房价较为坚挺，弥补入住率的不足，revpar恢复率相对较高。
- ◆ 行业连锁化率提升、供给增多，revpar恢复率趋于平淡。2023年及2024年三大龙头均保持了较高的新开店数量，行业供给增多叠加去年同期高基数，经营数据承压，首旅、锦江2024年revpar恢复度相对较低。

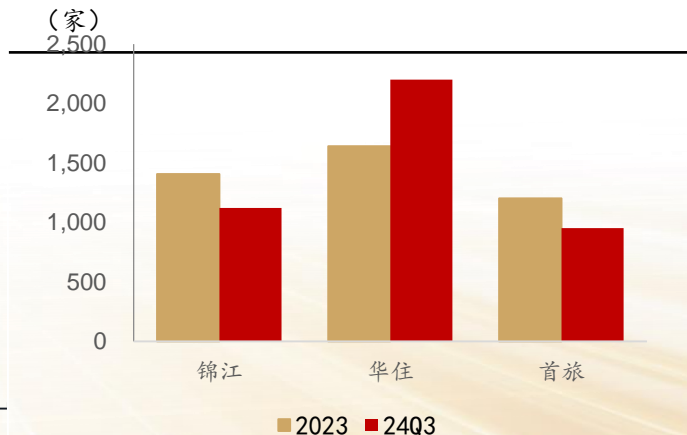
华住入住率表现更优



23Q1-24Q3锦江、首旅、华住revpar恢复率



2023、2024年前三季度锦江、首旅、华住新开店



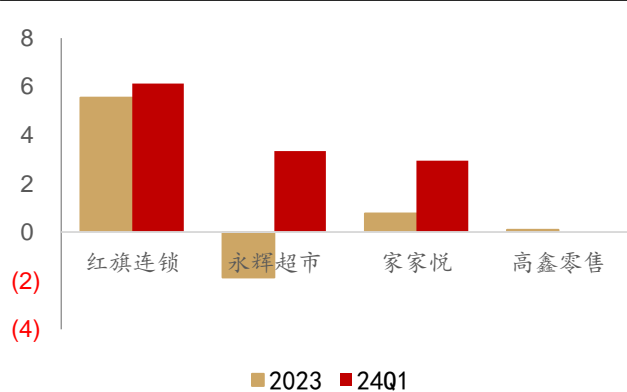
1.3新业态、新渠道驱动传统行业变革

- ◆ **硬折扣、胖东来等超市新业态的爆火推动传统商超积极转型：**
- ◆ 根据零售商业评论估算，胖东来2023年收入超过100亿元，净利润达到1.4亿元，利润率水平超过家家悦、高鑫零售等大型商超，主要由于自有品牌利润率较高。根据胖东来调改永辉首店第一天业绩，其恢复营业首日销售高达 188 万元，是调改之前平均日销的 13.9 倍；当日客流 12926 人，是调改之前日均客流的 5.3 倍。
- ◆ 聚焦SKU、提高性价比，重百新世界超市转型硬折扣商超：根据重百公众号，6月26日，重庆百货旗下新世纪超市在南岸区白鹤路开设的“生鲜+折扣”超级市集开门迎客。这是继5月底，新世纪超市加州店从传统的经营模式升级为生鲜+折扣的全新业态后，开设的第二家转型门店。

胖东来调改永辉超市开业首日

重百新世纪超市转型门店开业

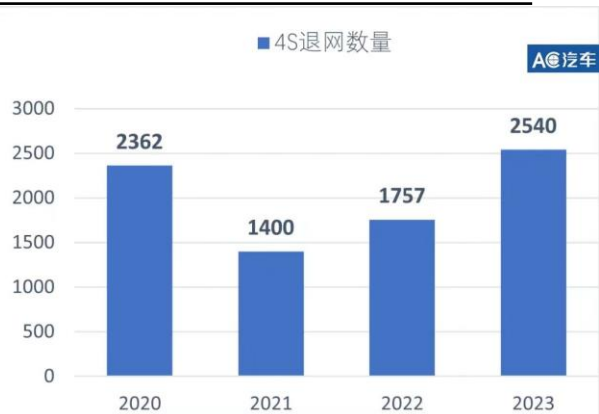
超市上市公司2023及2024Q1净利率(%)



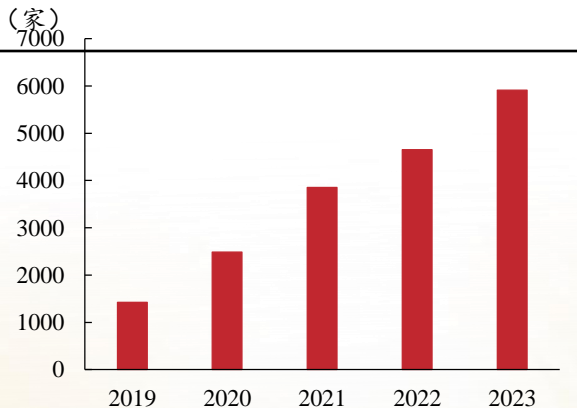
1.3新业态、新渠道驱动传统行业变革

- ◆ 4S店大量退出市场，IAM市场份额不断提升：
- ◆ 根据汽车营销与运营公众号，2023年上半年经销商（4S店）的亏损比例为50.3%，盈利比例为35.2%，持平比例为14.5%。亏损面处于近年来的高位，2023全年2540家4S店退网，为近年来的高点。
- ◆ 与此同时，以途虎为代表的IAM服务商快速扩张，2023年底途虎工厂店数量达到5909家，2019-2023年复合增速43%。
- ◆ 途虎夯实供应链体系，自有品牌及专供品牌收入持续提升。

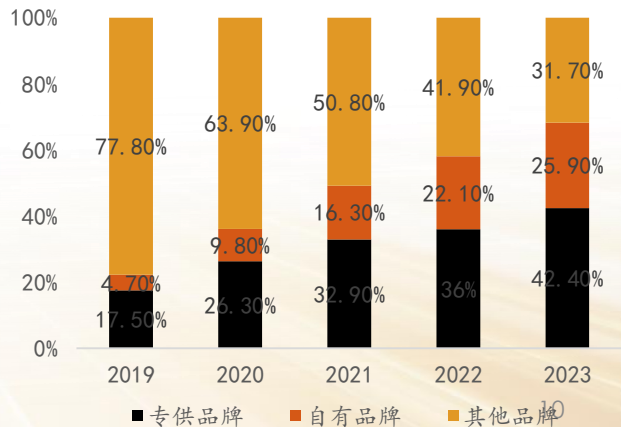
4S店供给逐渐减少



2019-2023年途虎工厂店数量（自营+加盟）



途虎自有品牌及专供品牌收入占比持续提升



1. 4AI应用快速渗透：

- ◆ **贸易：**根据央视的报道，在义乌小商品市场，尝试使用人工智能工具辅助经营的商户已超过一万户，占到整个义乌市场商户的20%。
- ◆ **教育：**2024年10月30日，豆神教育在北京举行豆神辞源大模型“名师超拟人，AI新时代”产品发布会，推出自主研发的端模一体教育产品——豆神AI。“超拟人”AI导师能对每个学生都投入百分百的关注度，为每个学生创建拥有上亿级参变量的数字分身，为每个学生设计出独特的学习路径和学习内容，提升定制化程度的同时减少AI感（保持情感温度）。
- ◆ **会展：**公司已接入微软云的OpenAI服务，在海外推广、国内销售、客户服务等方面已展开应用。

行业	公司	AI应用情况	效果
跨境电商	华凯易佰	2023年4月起，公司接入ChatGPT，在智能选品、智能调价、智能备货等10余个板块有应用落地。	有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效。
	吉宏股份	2023年1月公司接入ChatGPT，目前落地应用有智能选品、智能投放、智能设计与素材生成、智能翻译功能、智能客服等。	1) 电商文本垂类模型 帮助选品师在选品决策、商品卖点梳理及广告文案输出的效率同比提升 95%； 2) G-king 帮助优化师平均减少了约 3.62%的无效广告
	安克创新	与亚马逊云科技合作，研发智能广告投放的AI算法模型。	实现了自动广告调价竞价机制，将广告投放从人工/规则模式转变为智能模式，优化广告展示效果，效率提升了33%。
	小商品城	10月22日，公司发布了全球首个商品贸易领域大语言模型以及全新升级的Chinagoods AI智创服务平台。	CG平台提供AI数字人、AI制图、AI翻译、智能客服等应用，以会员费形式贡献营收。
	焦点科技	公司接入OpenAI并在5月15日集成发布AI麦可。9月4日，公司举行AI系列产品升级发布会，推出AI麦可3.0“数智员工”。	23年5月起，公司麦克AI对外销售。向用户推出标准化套餐的月包/半年包/年包。
会展	米奥会展	公司已接入微软云的OpenAI服务，在海外推广、国内销售、客户服务等方面已展开应用。	1) 公司首款基于AI技术的数字化产品为网展贸IDM数智工厂，帮助中国品牌企业搭建数智工厂，实现展会观众的远程验厂，并可多语种接待。 2) 实现招商运营数字化，提质增效。
零售	孩子王	1) 孩子王KidsGPT智能育儿顾问已正式推出，并通过孩子王APP、小程序、企微社群等上线应用。 2) 公司也在数字人直播、AI漫画照、AI萌宝写真等方面积极探索	通过KidsGPT 智能顾问，孩子王将实现服务线下体验、线上闭环，从而深度解锁全年龄段儿童服务赛道。

1.5 性价比消费、兴趣消费趋势延续

- ◆ 根据星图2024年618销售解读报告，618活动各平台化繁为简，加码优惠策略（百亿补贴、超级红包等）、简化规则、推出多种商家扶持政策，被誉为史上“最简单”“最卷”618。
- ◆ 根据星图618销售解读报告，珀莱雅超越国际大牌在618大促中获得天猫美护销售TOP1，价格优势显著。
- ◆ IP商业化前景广阔，兴趣消费力强。根据第一财经报道，2024年3月至4月，名创优品在上海静安大悦城和北京朝阳大悦城推出了Chiikawa 快闪店。据朝阳大悦城对外披露的数据，开展第6天，快闪销售额就突破了1000万元。

618各平台争做“全网最低价”



618天猫平台美护销售榜单

平台占比: 61%

排名	品牌	均价(元/件)
1	珀莱雅	240
2	兰蔻	578
3	欧莱雅	234
4	雅诗兰黛	731
5	修丽可	539

名创优品chiikawa联名销售火爆





02 行业展望

关注政策以及AI应用催化

2.1 促消费政策持续加码，关注服务消费对内需的提振作用

2024年以来促消费政策

- 政策上将服务型消费定位扩大内需的重要抓手。**2024年8月，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，进一步释放以服务消费为抓手，为扩大内需添动力的明确信号，鼓励相关部门和各地共同开展服务消费提质惠民行动和服务消费季系列促消费活动，持续打造服务消费热点、推动服务质量提升。特别提到：1) 挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力；2) 激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。3) 培育壮大数字、绿色、健康等新型消费。
- 各地政府发放消费券。**9月25日，上海投入市级财政资金5亿元，面向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放“乐·上海”服务消费券。按照各领域消费占比和市民需求情况，消费券资金分配为：餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元。后续河南、湖北、四川等都相继发放了消费券，涵盖餐饮住宿、数码电器、家居装修等多个消费领域。
- 促消费政策效用有所体现，消费有望持续回暖。**9月社零同比+3.2%，环比提速。十一假期人均旅游消费恢复至19年的98%，恢复率有所提升。

时间	文件名	主要内容
2024/3/5	《积极培育文旅旅游、国货“潮品”等新的消费增长点》	促进消费稳定增长。培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文与旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。优化消费环境，开展“消费促进年”活动，实施“双11”促销活动。 1、培育餐饮消费新场景 2、培育文旅体育消费新场景 3、培育购物消费新场景 4、培育健康养老托育消费新场景 5、培育社区消费新场景
2024/6/24	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	1、挖掘基础型消费潜力。 2、激发改善型消费活力。 3、培育壮大新型消费。 4、增强服务消费动能。 5、强化政策保障
2024/8/4	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	按照“增规模、提标准、扩范围、优流程”的总体思路，重点支持汽车报废更新。 个人消费者乘用车置换更新，家电产品、电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所需物品和材料购置，促进智能家居消费等； 统筹支持老旧营运货车报废更新、农业机械报废更新提标、新能源公交车及动力电池更新提标
2024/9/3	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	餐饮、住宿两类消费券通过市商务委、市文化旅游局共同公开遴选的3家支付平台发放， 电影消费券通过猫眼、淘票票两个票务平台发放， 体育消费券通过已有的体育消费券配送信息平台“来沪动”健身地图”发放。
2024/9/25	上海市《我市服务消费券发放方案》	明确继续实施消费信贷财政贴息。对2024年10月1日至2025年3月31日期间，银行机构向省内居民发放1年期及以上，且贷款用途为汽车购置、电子产品、住房装修、家电家具耐用4类商品线下消费贷款， 财政部门按照年利率1.5%、单笔不超过3000元给予居民1年期一次性贴息，居民在全省范围最高可享受2笔贷款贴息支持。所需资金由省与市县按8:2比例负担。
2024/9/28	四川省《关于推动经济持续回升向好的若干政策措施》	在消费方面：1、加大对特定群体的支持力度，提高学生资助补助标准，提高本专科生、研究生国家助学贷款额度。 2、结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大。加大相关政策推进实施力度，推动商品消费持续增加。 3、扩大养老、托育等服务消费。抓紧完善生育支持政策体系，培育数字消费、绿色消费等新型消费业态。
2024/10/8	《国家加力推出一揽子增量政策！具体有五方面内容》	

2.2 “价格力”优势将得到强化，关注新业态扩张与利润率提升

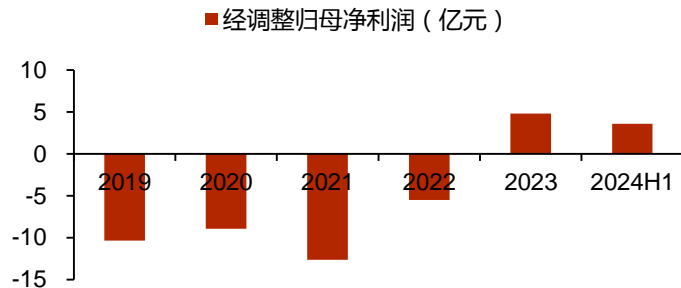
- ◆ 当前消费力相对低迷，性价比逐渐成为消费者重要的决策因素，我们认为产品“价格力”优势将得到强化，关注性价比消费驱动下连锁业态的扩张及利润率提升：
- ◆ 途虎推进自有品牌及专供品牌，价格优势突出：以规格为0W-30 4L的机油为例，在途虎平台上驾驰THINKAUTO Ultra相较于壳牌先锋超凡喜力、美孚1号的价差分别为-39.96%、-16.71%。自有品牌通常具有较高的毛利率水平，自有品牌收入占比提升助力公司利润率提升，途虎2023年经调整利润4.8亿元，实现扭亏为盈。
- ◆ 名创优品立足性价比消费，规模效应下采购议价能力不断提升，2021年以来毛利率持续提升。

途虎自有品牌及专供品牌产品具备价格优势

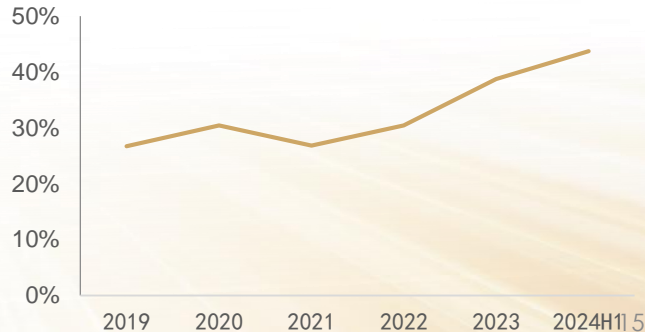
产品类型	途虎	京东养车	天猫养车	壳牌喜力 爱车中心	商品名称
机油 0W-30 4L	299				驾驰THINKAUTO Ultra尊享系列旗舰全合成发动机 机油0W-30 4L SP/C2 MB 229.61 BMW LL-12FE认证
	498	499		498	壳牌/Shell 先锋超凡喜力 欧系专属 全合成机油 0W-30 4L SN/C2/C3 MB229.52 认证
	359	399			美孚Mobi 1美孚1号 黑金版经典系列 全合成发动机油 0W-30 4L SP/GF-6A/GM dexos 1 Gen3
轮胎 (静音棉) 245/45R19	571				东风鹰击轮胎 鹰击YJ-01 245/45R19 98W Sound Damper (静音棉技术) YJ
	699				雷神轮胎静悦Silence Pro245/45ZR19 98W Silentium (静音棉技术) Tordner
	749				珠穆朗玛轮胎 支点Statics S1 245/45R19 102Y OneLife (静音棉技术) Almotive
	1329	1329			普利司通轮胎 泰然者T005 EV245/45R19 102W XL B-Silent静音技术Bridgestone
	1373	1445	1435	1519	米其林轮胎 浩悦4 PRIMACY4 245/45R19 102V XL POL 板簧原厂认证Acoustic静音技术Michelin
	1479	1479			固特异轮胎Eagle Touring 245/45R19 98W T1 特斯拉原厂认证SC静音技术Goodyear
	1479	1479			倍耐力轮胎 Pzero PZ4 245/45R19 102Y XL A0 奥迪原厂认证PNCS静音技术KS Pirelli
	1689	1689			德国马牌轮胎PremiumContact6 CP6C 245/45R19 102Y XL A0奥迪原厂认证 SIL静音技术

注：所有抽样售价为官方小程序2024年5月17日当天价格

途虎2023年起经调整归母净利润扭亏为盈（亿元）



名创优品毛利率逐步提升



2.3 聚焦品质消费+兴趣消费，线下零售有望迎来拐点

- ◆ **胖东来树立超市新模板，传统商超学习调改初见成效，从低价竞争向品质零售转型：**根据永辉超市官方公众号，截至2024年前三季度，已完成10家门店调改，其中自主调改7家，调改门店营收均有较大幅度的增长。首个开业的郑州信万广场店截至9月30日日均营收约153万元，并在9月实现盈利；新近恢复营业的北京喜隆多店，开业10日日均营收约160万元。
- ◆ **IP零售保持高景气：**1) 根据名创优品财报公告，2024 上半年，国内IP占比提升至近 30%，销售同比增长近 40%，海外IP销售占比提升至近 50%，收入增长翻倍。2024年8月31日，公司全球最大门店落地印尼雅加达，从SKU供给来看，30%为IP联名产品，开业首日该店销售额突破118万元，创下名创优品单日销售新高。2) 潮玩龙头泡泡玛特发布2024Q3运营数据，2024Q3收入同比+120%~125%，其中中国内收入同比+55%~60%，中国港澳台及海外同比+440%~445%。

永辉超市自主调改北京门店



名创优品芭比主题店



泡泡玛特泰国 labubu主题店





03 投资建议

3.1 投资建议

我们建议关注三条投资主线：1) 出海链：出口供需两旺，卖家及出海服务商有望持续高景气，相关受益标的包括米奥会展、安克创新、赛维时代、焦点科技、致欧科技、华凯易佰等；2) 景区旅游：旅游消费保持韧性，关注交通改善及项目升级带来的客流提升，相关受益标的包括九华旅游、长白山、三特索道、众信旅游、携程集团-S、同程旅游等；3) 性价比零售及服务：消费力整体低迷，价格力竞争优势凸显，关注性价比连锁消费业态扩张及利润率改善，相关受益标的包括途虎-W、名创优品、海底捞、特海国际、达势股份等。

重点公司估值一览

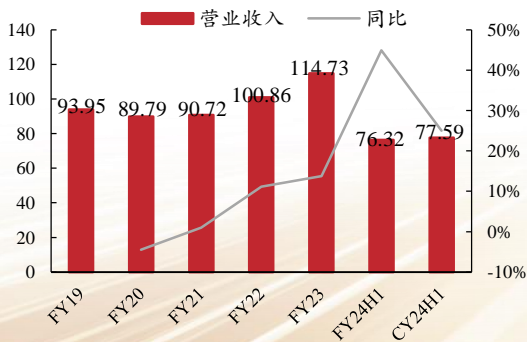
重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600754.SH	锦江酒店	29.28	0.94	1.29	1.69	1.94	31.1	22.7	17.3	15.1
600258.SH	首旅酒店	14.25	0.71	0.86	0.99	1.08	20.1	16.6	14.4	13.2
301073.SZ	君亭酒店*	24.18	0.16	0.61	0.94	1.26	151.1	39.6	25.7	19.2
002315.SZ	焦点科技	28.97	1.21	1.52	1.86	2.11	23.9	19.1	15.6	13.7
300795.SZ	米奥会展	19.25	1.24	1.21	1.53	1.94	15.5	15.9	12.6	9.9
301381.SZ	赛维时代*	26.18	0.84	1.11	1.44	1.80	31.2	23.6	18.2	14.5
300866.SZ	安克创新*	80.91	3.97	3.62	4.29	5.00	20.4	22.4	18.9	16.2
301376.SZ	致欧科技*	18.76	1.03	1.24	1.52	1.83	18.2	15.1	12.3	10.3
300592.SZ	华凯易佰	12.22	1.23	1.51	1.82	2.05	9.9	8.1	6.7	6.0
6862.HK	海底捞	14.27	0.83	0.92	1.00	1.08	17.2	15.5	14.3	13.2
9987.HK	百胜中国	315.77	1.99	2.27	2.55	2.79	20.3	17.8	15.9	14.5
9658.HK	特海国际	11.76	0.05	0.08	0.12	0.16	30.1	18.8	12.6	9.4
1405.HK	达势股份*	59.15	-0.22	-0.14	0.59	1.58	-268.9	-422.5	100.3	37.4
002345.SZ	潮宏基	4.93	0.38	0.44	0.53	0.63	13.0	11.2	9.3	7.8
600612.SH	老凤祥	50.51	4.23	4.90	5.51	6.02	11.9	10.3	9.2	8.4
002867.SZ	周大生	11.05	1.21	1.35	1.57	1.80	9.1	8.2	7.0	6.1
605599.SH	菜百股份*	10.68	0.91	1.06	1.19	1.35	11.7	10.1	9.0	7.9
603199.SH	九华旅游	34.80	1.58	1.84	2.06	2.21	22.0	18.9	16.9	15.7
603099.SH	长白山*	31.36	0.52	0.72	0.87	1.03	60.3	43.6	36.0	30.4
002159.SZ	三特索道*	15.36	0.72	0.91	1.05	1.21	21.3	16.9	14.6	12.7
9961.HK	携程集团-S*	450.63	14.78	15.96	18.1	19.89	30.5	28.2	24.9	22.7
0780.HK	同程旅游*	16.16	0.68	0.83	1.05	1.28	23.8	19.5	15.4	12.6
002707.SZ	众信旅游	7.83	0.03	0.15	0.28	0.32	261.0	52.2	28.0	24.5
9690.HK	途虎-W	18.66	0.30	0.98	1.63	2.35	62.2	19.0	11.4	7.9
9896.HK	名创优品	35.35	1.41	2.06	2.55	3.10	25.1	17.2	13.9	11.4

资料来源：wind，华西证券研究所（*盈利预测来自wind一致预期，收盘价截至2024年10月30日，港股收盘价按照1港元=0.91元人民币计算，百胜中国EPS为美元，按照1美元=7.8元人民币计算PE）

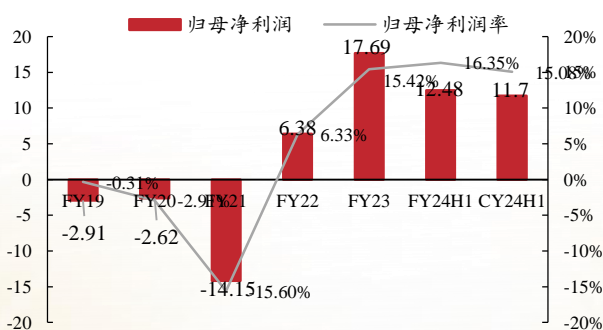
3.2名创优品：兴趣+性价比零售，国内海外开店空间广阔

- ◆ 公司提供具有性价比的兴趣消费产品，集团全球门店超过7000家：公司门店网络遍布全球，基于兴趣消费提供具有性价比的产品。截至2024年6月30日，公司MINISO全球门店6868家，TOP TOY门店数量达到195家。公司在售SKU超过1万个，月均推新SKU超过900个，24H1国内MINISO商品平均售价为14.2元，属于性价比消费品，公司通过IP联名结合丰富的供应链积极拓展垂直领域的兴趣消费用户，有性价比的同时商品具备差异化。
- ◆ 公司发布5年计划，预计2024-2028年收入cagr不低于20%，门店网络翻倍。2024年初公司发布五年战略规划，就网络扩张、收入目标、产品升级等方面提出目标。公司计划2024-2028每年净增900-1100家门店，2028年末全球门店数较2023年末数据接近翻倍；2024-2028年集团收入复合增速不低于20%；2028年IP产品占比超过50%。

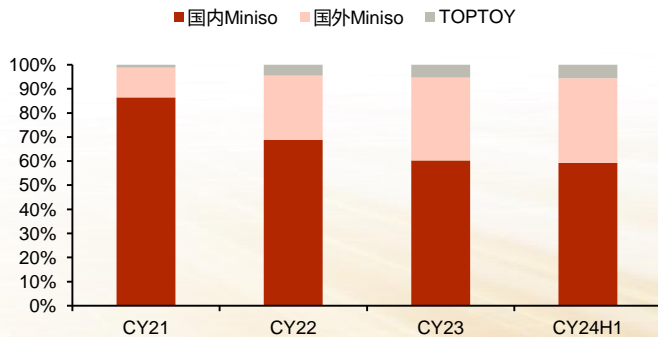
历年公司收入(亿元)和同比增速



历年归母净利润(亿元)和归母净利润率



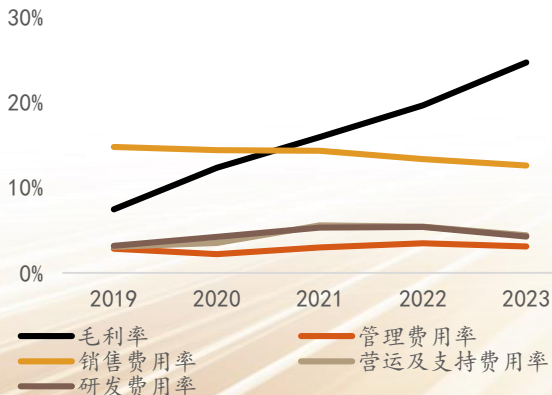
2021-2024H1公司收入结构



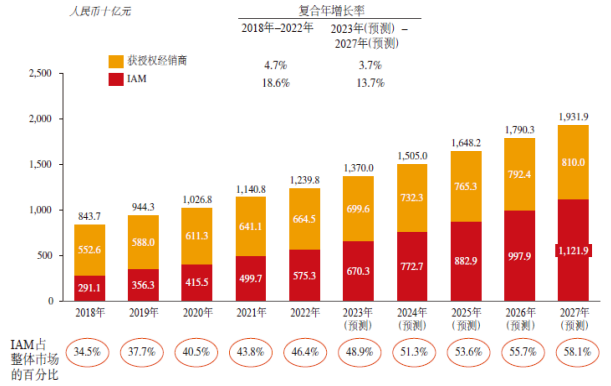
3.2途虎-W：IAM市场空间广阔，自有品牌推动利润率提升

- ◆ **IAM市占率、连锁化率及集中度存较大提升空间**：2022年IAM门店在汽车服务中市占率仅46.6%，随着我国车龄逐渐增长，性价比优势有望推动IAM门店占据更大市场份额；2022年底我国IAM市场连锁化率仅7.8%，公司门店数量市占率不足1%，对标美国市场有极大提升空间，成长空间广阔。
- ◆ **公司最大股东为腾讯系，具备流量优势**：公司最大股东为腾讯系，公司与腾讯深度合作，接入腾讯“出行服务”，巨额流量加持。截至23Q1，公司线上订单贡献70%以上收入，助力新店快速度过爬坡期。
- ◆ **规模优势及自有品牌发展助力毛利率提升**：我们认为公司在产业链上具备强大议价能力，专供产品、自有产品性价比突出。自有品牌、专供品牌一般拥有更高的毛利率水平，公司毛利率有望持续改善。

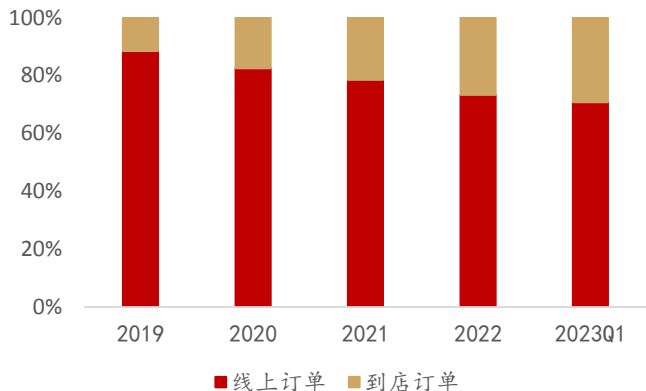
途虎毛利率逐年提升



IAM市场份额不断提升



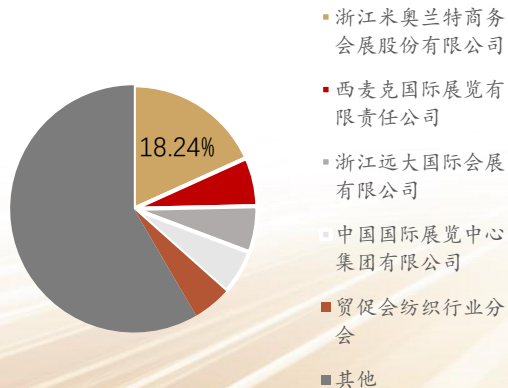
公司线上订单收入贡献率在70%以上



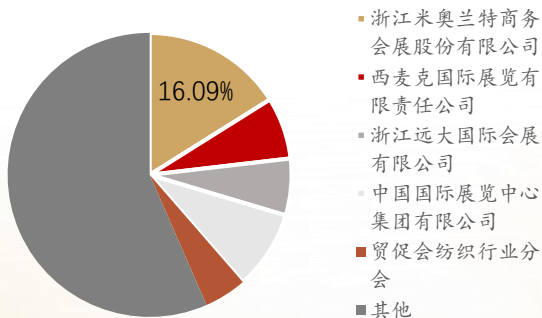
3.3 出海链之米奥会展：出海办展龙头，具备较强经营壁垒

- ◆ **Q3收入利润高增，企业出海需求旺盛：**单Q3公司实现营业收入1.65亿元，同比+42.29%，实现归母净利润0.27亿元，同比+395.58%。2024年三季度展会规模相对较大：根据公司官方公众号，美国展会超400家企业参展，展览面积达1万平；墨西哥展超700家企业参展，较上届展会实现翻倍增长；巴西展会超过400家企业参展，展览面积达1.2万平；南非展超290家企业参展，展览面积近1万平。
- ◆ **长期看，会展行业商业模式优，龙头壁垒强：**按展位销售数量、参展企业、参展面积统计，公司2023年市占率均为行业第一。虽然利润率与规模与龙头公司相比仍有一定差距，但我们认为公司在1) 展馆资源；2) 境外买家资源；3) 品牌力等方面已经建立了较为深厚的壁垒。会展行业现金流好、龙头利润率高，具备良好的商业模式。

米奥会展市占率（按参展企业数量）



米奥会展市占率（按展览面积）



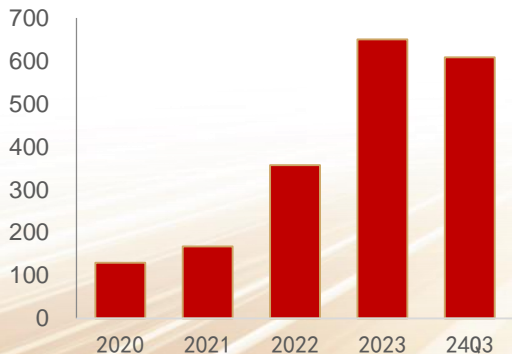
2017-2023年公司每平方米展位收入（元）



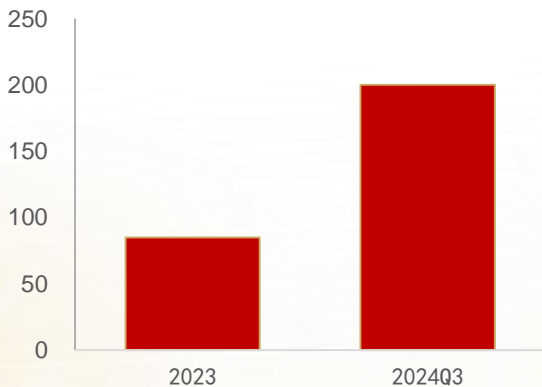
3.3出海链之小商品城：义乌市场高景气，新老业务共筑成长

- ◆ **线下市场景气度高，助力公司主营业务高增长：**公司24Q3归母净利润同比增长176.73%。根据公司年报，2023年末公司对市场到期商位的租金进行调整，租金平均上浮 5.5%，预计未来三年增长率将不低于 5%。公司拟投资83亿打造义乌数字贸易中心，以数字经济赋能传统小商品贸易。2023年4月，公司发布公告，拟投资83亿元人民币打造义乌全球数字自贸中心，定位国际商贸城第六代市场，项目总建筑面积约 123.64 万平方米，包含市场、写字楼、商业街区、公寓、品牌中心等多个区域。公司将以全球数贸中心为载体，将数字经济发展生态和数字基础设施深度植入小商品贸易的各个环节，加快实现公司向国际贸易综合服务商转型。
- ◆ **CG平台GMV不断增长：2024年3季度CG平台新增 GMV 达到 608亿元，同比增长 16%；**公司发布《2024提质增效重回报行动方案》，2024年chinagoods平台GMV不低于800亿元人民币。
- ◆ **跨境人民币业务：截至24Q3公司跨境人民币结算额达到200亿元，**公司发布《2024提质增效重回报行动方案》，2024年义支付新增跨境人民币支付业务交易额不低于30亿美元。

CG平台GMV (亿元)



公司跨境人民币业务结算额 (亿元)



全球数贸中心建筑布局

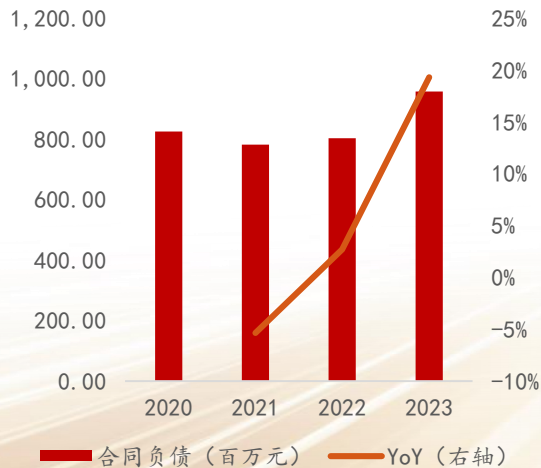


资料来源：公司公告，华西证券研究所

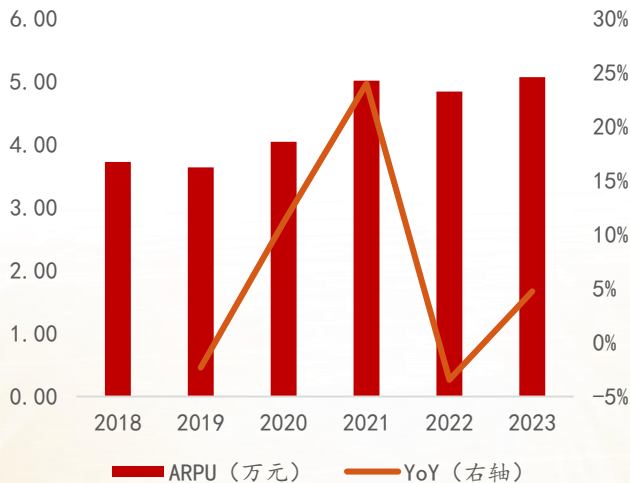
3.3出海链之焦点科技：业绩确定性高，AI麦可稳步推进

- ◆ **2023年底公司合同负债同比+19%，短期业绩确定性高：**截止到2023年底，公司合同负债金额达9.58亿元，同比增长达19.3%，合同负债大幅增长或将夯实公司24年收入高增长基础。
- ◆ **AI麦可持续迭代，受益于AI催化：**截止24年3月底，中国制造网平台收费会员数为25018位，较23年底增加432位；购买AI麦可会员共4641位（不含试用体验包客户），较23年底亦有一定幅度增长（24年2月投资者关系表显示公司23年底AI麦可会员数约为4000位）。

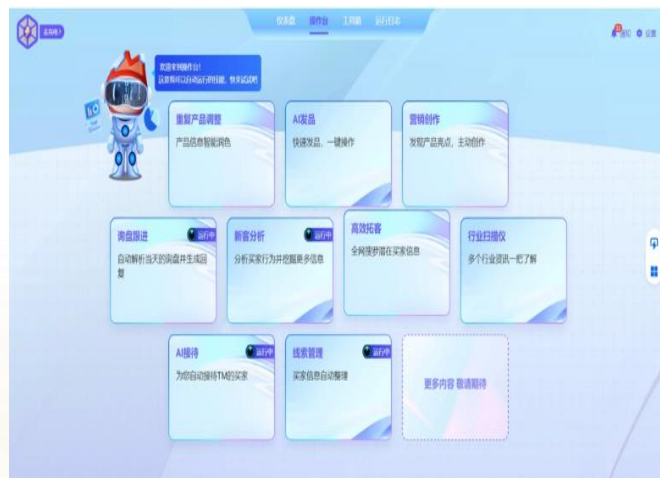
公司2023年合同负债同比+19.3%



公司中国制造网ARPU保持增长



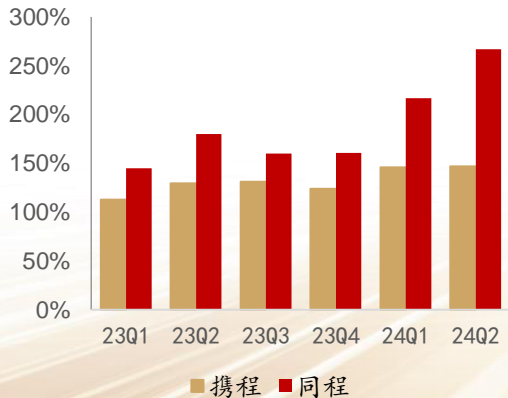
AI麦可解决跨境电商经营痛点



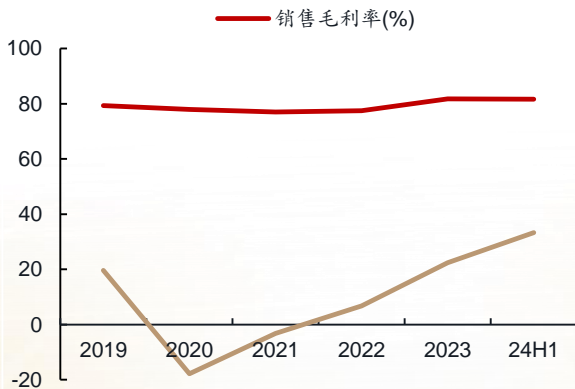
3.4 出行链之OTA：旅游线上化率及龙头经营效率提升业绩高增

- ◆ 受益于下沉市场旅游热度高以及旅游线上化率提升，OTA自2023Q1开始收入就超过2019年同期，未来竞争格局优化、旅游线上化率持续提升下OTA有望持续受益，同时出入境游业务也为OTA带来新的业务增量。
- ◆ 携程集团-S：平台效应下经营效率持续提升，2020-24H1公司毛利率均保持上升。
- ◆ 同程旅游：深耕下沉市场，截至24H1末，居住在中国非一线城市的注册用户占注册用户总数超过87%。公司出境游业务高速增长，2024年第二季度，同程旅行的国际机票票量同比增长超过160%，国际酒店间夜量同比增长近140%。

携程、同程23Q1-24Q2收入恢复率



携程毛利率与净利率均提升



携程、同程布局出入境业务



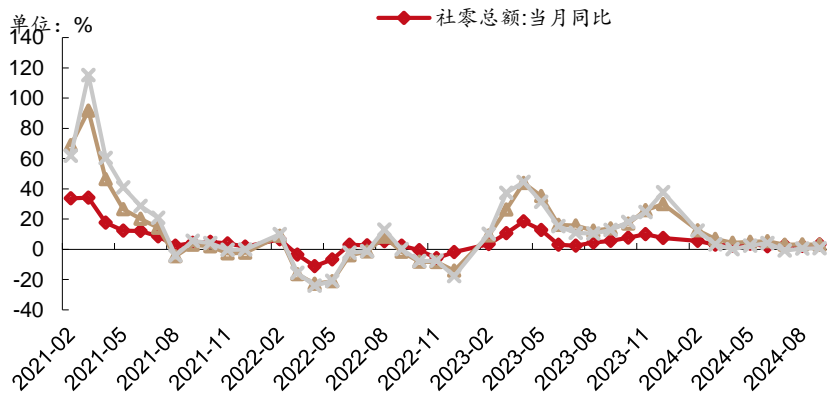
3.4出行链之景区：关注交通改善及外延成长

- ◆ **九华旅游**：根据九华山管委会，九华山2024年7-8月接待客流人次分别同比增长13%、16%。4月26日池黄高铁通车，有望积极拉动景区客流。文宗古村项目2023年上半年开业，开辟高端休闲度假酒店产品，狮子峰项目积极申报中，素食餐饮业务成立独立子公司。新项目有望带来新成长曲线，进一步丰富公司产品线。
- ◆ **长白山**：东北旅游热度居高不下，2024年前三季度公司收入同比+20%。冰雪季即将开启有望持续形成催化。公司拟定增项目温泉部落二期推进外延成长。
- ◆ **三特索道**：根据官方公众号，梵净山项目借势媒体矩阵，暑期人气爆棚，继7月营收增长20%，8月持续强劲，营收同比增长16%。华山项目融合地方文化，特色演艺成亮点，8月营收跃升21%。
- ◆ **天目湖**：公司发布公告，公司董事会同意公司下属子公司溧阳市天立源农业发展有限公司与溧阳市天目湖镇人民政府签订《平桥石坝公园合作协议》，双方共同开发平桥石坝公园。此外沪苏湖高铁预计于24年底具备通车条件，有助于进一步吸纳长三角客流。
- ◆ **宋城演艺**：根据宜昌市文化和旅游局公众号，轻资产项目《三峡千古情》于7月上演，公司新项目佛山千古情于2024年2月开园，根据南海西樵公众号，景区在春节8天假期累计接待游客41万人次、演出65场，打破全国新开业“千古情”单日演出场次等多项纪录。
- ◆ **众信旅游**：出境跟团游于2023年8月正式放开，2024年有望取得低基数反弹。参考我们的众信旅游深度报告《出境游龙头，控费提效下显现高业绩弹性》，旅行社行业竞争格局优化，龙头市占率有望提升。

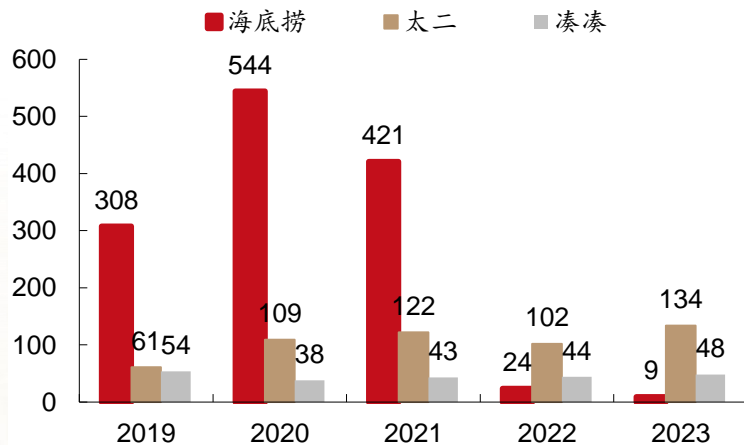
3.5 餐饮：短期低价竞争延续，关注高性价比、强品牌力以及出海餐饮品牌

- ◆ **上半年餐饮品牌同店存在较大压力，下半年有望改善。**1-5月，全国餐饮收入和限额以上企业餐饮收入累计同比分别+8.4%/+5.9%，上半年餐饮消费总体呈现弱复苏态势，限额以上餐饮企业表现弱于整体。从品牌端来看，据各公司公告，Q1太二/怂火锅/肯德基/必胜客同店同比分别-14%/-35%/-2%/-5%，主要系去年同期报复性需求释放带来的高基数，以及低价竞争加剧带来的客单下降所致。展望下半年，高基数压力缓解，餐饮品牌通过拓展消费场景、提升消费体验，有望实现“以量补价”，促进同店持续恢复。
- ◆ **直营开店放缓，分红率有望提升。**受宏观消费环境影响，餐饮品牌开店策略有所调整，一方面，开店节奏放缓，据各公司公告，2024年，太二的开店目标为中国内地80-100家、中国内地以外15-20家，凑凑的开店目标为中国内地26家，较往年开店数量有所减少；另一方面，开放加盟，以轻资产模式扩张，海伦司于2023年6月启动嗨啤合伙人计划，奈雪的茶、太二、海底捞分别于2023年7月、2024年2月、2024年3月开放全部或部分地区加盟。餐饮品牌直营开店放缓，资本开支或将进入下行阶段，分红比例有望提升。

社零总额及餐饮收入当月同比



2019-2023年部分餐饮品牌新开店数量 (单位: 家)



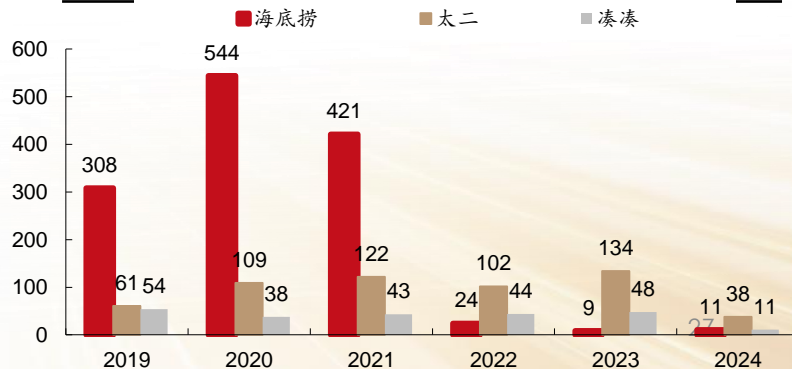
3.5 餐饮：短期低价竞争延续，关注高性价比、强品牌力以及出海餐饮品牌

- ◆ **2024年餐饮同店存在较大压力。**2024年餐饮消费总体呈现弱复苏态势，限额以上餐饮企业表现弱于整体。从品牌端来看，据各公司公告，24H1太二/怂火锅/肯德基/必胜客同店同比分别-16%/-35%/-3%/-7%，主要系去年同期报复性需求释放带来的高基数，以及低价竞争加剧带来的客单下降所致。9月，限额以上餐饮收入增速边际改善，后续关注一系列促消费政策，同店销售有望回暖。
- ◆ **直营开店放缓，分红率有望提升。**受宏观消费环境影响，餐饮品牌开店策略有所调整，一方面，开店节奏放缓，据各公司公告，2024年，太二的开店目标为中国内地80-100家、中国内地以外15-20家，凑凑的开店目标为中国内地26家，较往年开店数量有所减少；另一方面，开放加盟，以轻资产模式扩张，海伦司于2023年6月启动嗨啤合伙人计划，奈雪的茶、太二、海底捞分别于2023年7月、2024年2月、2024年3月开放全部或部分地区加盟。餐饮品牌直营开店放缓，资本开支或将进入下行阶段，分红比例有望提升。

社零总额及餐饮收入当月同比



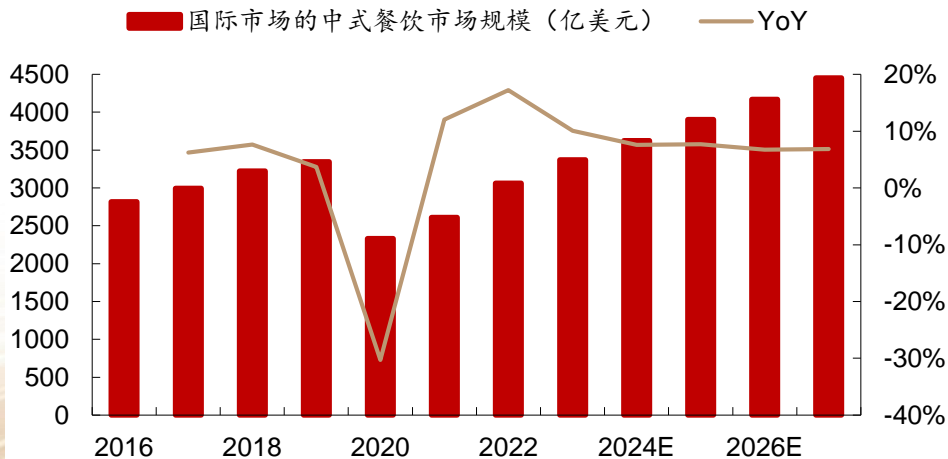
2019-2024年部分餐饮品牌新开店数量 (单位:家)



3.5 餐饮：短期低价竞争延续，关注高性价比、强品牌力以及出海餐饮品牌

◆ **重点关注高性价比、强品牌力以及出海餐饮品牌。** 餐饮行业发展正呈现出两大趋势：1) 追求极致性价比，出于对经济形势以及自身财务状况的担忧，居民消费观念和消费行为越来越趋于理性，餐饮市场竞争也日趋激烈，性价比成为大部分品类、品牌追逐的目标；2) 品牌出海，面对极度“内卷”的国内餐饮市场，连锁餐饮品牌逐渐将目光投向了海外这一增量市场，随着我国国力的提升和中华美食文化的传播，中餐在海外的接受度也越来越高，其中，火锅、茶饮为餐饮出海的两大主要品类。

国际中式餐饮市场规模及增速



中国餐饮品牌出海TOP30

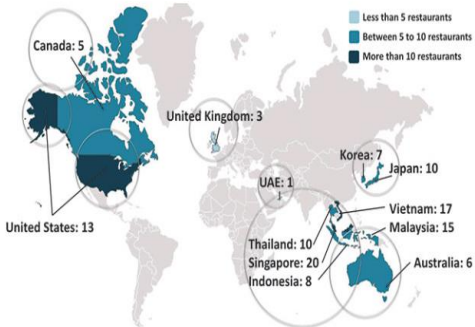
中国餐饮出海TOP30			
序号	品类	品牌名	出海国家
1	火锅	海底捞	新加坡, 印尼, 泰国, 越南, 马来西亚, 美国, 加拿大, 韩国等
2	火锅	小肥羊	日本, 柬埔寨, 洛杉矶, 加拿大等
3	火锅	重庆刘一手火锅	迪拜, 美国, 加拿大, 法国, 德国, 西班牙等
4	火锅	小龙坎	多伦多, 悉尼, 新西兰
5	火锅	小龙坎	多伦多, 泰国, 日本, 德国, 美国, 柬埔寨
6	火锅	德庄	多伦多, 悉尼, 新西兰
7	火锅	凑凑	新加坡
8	火锅	蜀大侠	欧美
9	火锅	谭鸭血	日本东京
10	火锅	山城辣妹子	洛杉矶, 加州
11	茶饮	日出茶time	欧洲, 东南亚, 美洲
12	茶饮	KOI	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
13	茶饮	一芳	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
14	茶饮	快乐柠檬	欧洲, 东南亚, 美洲, 日本
15	茶饮	鹿角巷	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
16	茶饮	春阳茶事	新加坡, 纽约, 多伦多
17	茶饮	蜜雪冰城	越南, 老挝, 新加坡, 日本等
18	茶饮	霸王茶姬	马来西亚
19	茶饮	喜茶	新加坡, 日本
20	茶饮	奈雪	新加坡, 日本
21	鸭脖	绝味鸭脖	新加坡
22	鸭脖	精武鸭脖	新加坡, 多伦多
23	麻辣烫	张亮麻辣烫	新加坡, 洛杉矶, 悉尼, 韩国
24	麻辣烫	杨国福麻辣烫	新加坡, 伦敦, 悉尼
25	中式快餐	兰州拉面	日本东京
26	中式快餐	沙县小吃	日本, 美国, 澳大利亚
27	中式正餐	外婆家	多伦多
28	中式正餐	江边城外	新加坡
29	中式正餐	阿里的	新加坡
30	中式正餐	南京大排档	新加坡

资料来源：特海国际招股说明书，窄门餐眼，华西证券研究所

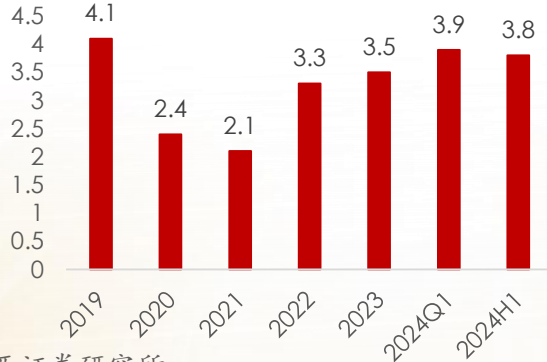
3.5特海国际：中餐出海标杆，增长潜力有望加速释放

- ◆ **经营能力显著提升，盈利拐点出现。**翻台率提升以及成本费用率优化驱动公司2023年首次扭亏为盈，实现净利润2526万美元，净利润率3.7%。2024H1，公司翻台率延续强劲复苏态势，进一步提升至3.8次，实现营收3.71亿美元/+14.5%，净亏损460万美元，主要系汇兑亏损净额1950万美元。
- ◆ **开店或将提速，利润率水平有望持续改善。**2024H1，公司净新增海底捞4家至122家；2024年5月，公司赴美双重上市，在资本加持下，未来开店或将提速。受益于海外消费水平较强，海底捞海外门店的单店平均收入表现优于国内门店，但由于人工、租金成本较高，海外门店盈利能力弱于国内门店，2024H1公司门店层面利润率8.7%；我们认为，未来随着规模效应的持续显现、翻台率和经营效率的进一步提升，公司利润率水平有望持续改善。（详见2024年5月17日外发报告《特海国际(9658.HK)首次覆盖：中餐出海最强音，期待星辰大海》）

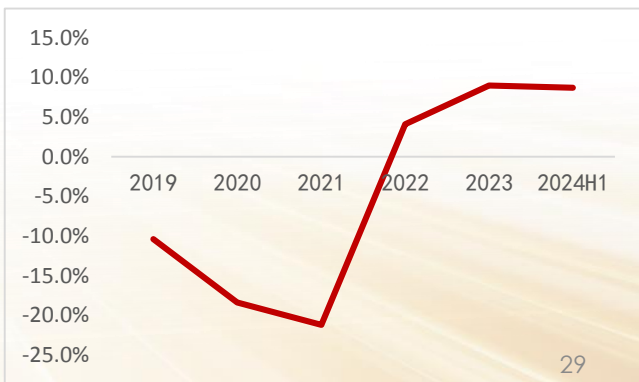
公司全球门店分布（截至2023年底）



公司整体平均翻台率（单位：次）



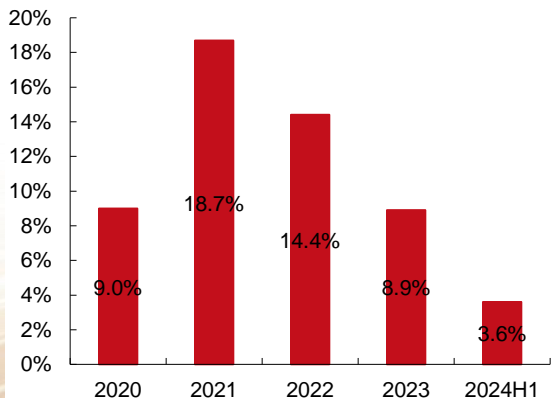
公司门店层面经营利润率



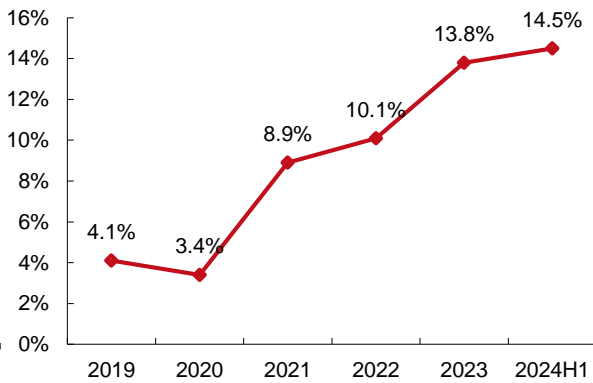
3.5达势股份：品牌势能向上，门店保持快速扩张

- ◆ **同店保持增长，盈利能力改善。**2020年以来，随着品牌知名度的持续提升，公司同店销售保持较快增长，2023年、2024H1在高基数下同比+8.9%、+3.6%。规模效应显现&经营效率优化下，门店盈利能力持续改善，2024H1公司门店层面经营利润率14.5%，持续提升。
- ◆ **新市场表现亮眼，门店扩张有望提速。**2023年，公司新增长市场实现收入15.1亿元/+102.9%，其中，2023H2，来自新增长市场的收入占总收入的52.8%，成为公司收入增长的主要驱动力。2023年，公司新开门店187家，2024年计划新开240家，2025-2026年计划每年新开300-350家（据公司官网发布的2023年业绩会交流材料），较此前招股书的指引200-300家上调。

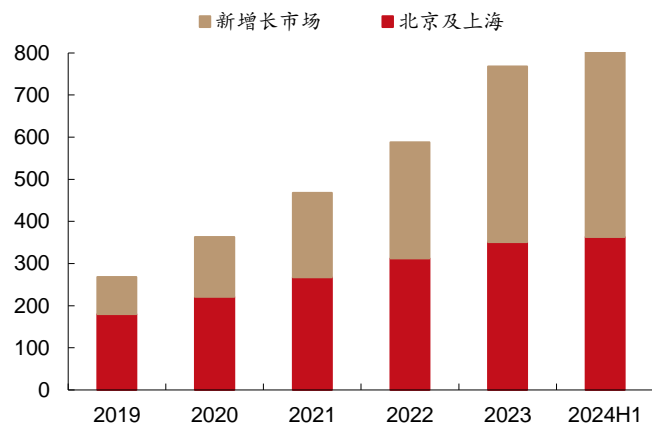
公司同店销售增长



公司门店层面经营利润率



公司分区域门店数量 (单位: 家)



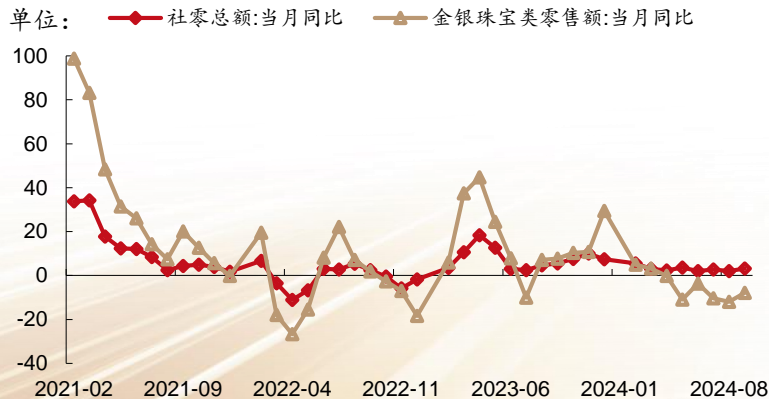
3.5 海底捞&百胜中国：经营稳健，积极回馈股东

- ◆ **海底捞：**1) **翻台率稳步回升，门店经营效率大幅提升。**公司通过产品创新、营销创新以及服务品质提升等，推动翻台率显著回升，2024年H1，海底捞整体翻台率3.8次，同比+0.5次，恢复至2019年的79%，同店翻台率3.8次，同比+0.5次；公司将店经理薪酬与门店经营利润和管理水准直接挂钩、门店骨干员工参与门店利润分红，门店经营效率取得大幅提升。2) **探索新业态、新品牌、新模式。**2023年，海底捞推出了首家露营火锅、首家校园火锅，以及结合区域特色的主题店等；同时，推出了嗨捞火锅、焰请烤肉铺子等新品牌，为消费者带来更多元化的就餐选择和消费体验；此外，2024年3月，海底捞宣布开放加盟，助力品牌扩展至更多区域。3) **分红比例显著提升。**公司派发2023年度末期现金股息每股0.824港元，股息支付率达90%。
- ◆ **百胜中国：**1) **门店规模向2万家迈进，肯德基和必胜客两大主品牌稳健发展。**肯德基和必胜客UE模型韧性较强，疫情期间仍保持较好的盈利能力，2023年肯德基和必胜客的餐厅层面利润率为17.7%/11.9%，回到疫情前水平；同时，据公司2023Q4业绩交流会相关资料，肯德基和必胜客的新店投资回收期保持健康，分别为2年和3年。凭借健康的新店投资回收期以及灵活的业态和模块，肯德基和必胜客有望继续扩张。2) **现金流稳定，持续回馈股东。**2017-2023年，公司通过现金股息和股票回购累计回馈股东近30亿美元；据公司2023Q4业绩交流会相关资料，公司计划在2024年将股息和股票回购规模进一步提升至15亿美元。（详见2024年4月10日外发报告《百胜中国（9987.HK）首次覆盖：灵活创新，行稳致远》）

3.6黄金珠宝：静待需求回暖，关注渠道扩张、产品创新的珠宝品牌

- ◆ **短期受金价高位震荡影响，黄金珠宝企业经营承压。**2024年7-9月，金银珠宝类社零分别同比-10%、-12%、-8%，需求承压。2024下半年，金价冲高后高位震荡，上海黄金交易所Au9999黄金现货均价（截至10月30日）达629元/克；受金价影响，消费者观望情绪较重，主要黄金珠宝品牌终端销售有所承压，24Q3周大福中国内地同店销售和同店销量同比分别-24%/-33%（据公司公告）。另一方面，在金价高位震荡、终端销售遇冷的情况下，加盟商开店面临较大压力，加盟商或采取更为谨慎的态度，选择等待更好的入场时机。
- ◆ **关注金价走势，静待需求回暖。**金价波动与行业景气度密切相关，从短期维度来看，金价的急涨急跌会引发黄金消费的负反馈；从长期维度来看，黄金消费与金价波动同步。

社零总额及金银珠宝类零售额当月同比



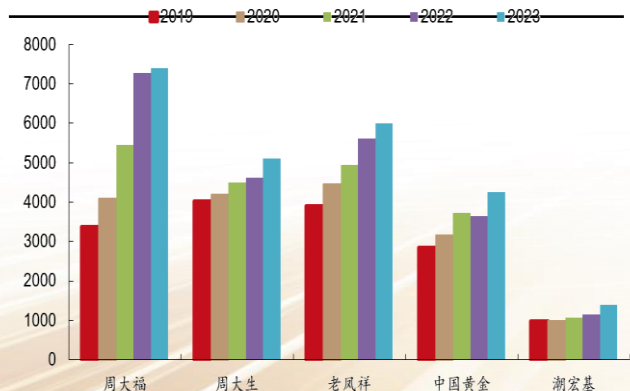
2022年以来的金价走势



3.6黄金珠宝：静待需求回暖，关注渠道扩张、产品创新的珠宝品牌

- ◆ **重点关注渠道持续扩张、产品创新能力强的珠宝品牌。**行业短期仍处于渠道驱动阶段，目前绝大部分珠宝品牌设计、产品同质化严重，产品力、品牌力感知程度不强；同时，珠宝产品由于货值高、重体验等因素较为依赖线下渠道，因此现阶段大众珠宝品牌进行市场渗透的方式更多是加大渠道布局、尽可能多地触及消费者，以门店数量换取市场空间。中长期来看，坚持产品创新并形成独特品牌印记是国内珠宝品牌对消费者形成持续粘性的关键。中国具有悠久的穿金戴银传统，佩戴黄金饰品寓意祈福、富贵、平安等，传统情感价值深入人心；国内珠宝品牌可在深入理解传统文化和消费者需求的基本上，将传统工艺、中国文化元素融入黄金饰品设计中，形成独特国潮产品，从而赢得消费者青睐，比如周大福的“传承系列”、周大生的“国家宝藏系列”、潮宏基的“花丝系列”等。

2019-2023年部分珠宝品牌门店数量（单位：家）



周大生国家宝藏系列



3.6黄金珠宝：静待需求回暖，关注渠道扩张、产品创新的珠宝品牌

- ◆ **老凤祥**：产品端，公司凭借自主设计和生产能力，持续进行产品创新，全年产品更新率维持在25%以上，新产品销售额占比维持在20%-30%的水平；渠道端，截至2023年末，公司营销网点达5994家，仅次于周大福，随着门店的持续扩张，公司市占率有望进一步提升。同时，随着公司市场化改革不断推进，管理机制有望持续优化。
- ◆ **菜百股份**：产品端，公司黄金产品更具性价比，终端门店金价普遍低于其他品牌。渠道端，公司门店全直营，集中于以北京为核心的华北地区，逐步向全国化布局迈进；线上业务发展势头强劲，2023年占比提升至18%。
- ◆ **潮宏基**：产品端，以时尚设计作为核心能力，不断深化产品差异化和品牌年轻时尚定位；渠道端，加快加盟店拓展，据公司发布的2023年3月7日投资者关系活动记录表，预计未来三年门店仍有较大扩张空间，同时数字化建设下不断提升门店运营质量。
- ◆ **周大生**：产品端，随着产品战略的调整，公司从“情感表达、时尚装扮、文创IP”三大方向出发，持续加大黄金产品的开发和推广；渠道端，截至2023年末，终端门店数量达5106家，省代模式+经典店助力下公司拓店提速，电商业务延续高增长态势。
- ◆ **老铺黄金**：产品端，公司定位高端客群，传承中国经典文化与非遗工艺，专注兼具文化、时尚属性的古法黄金产品；渠道端，全直营模式，门店全部位于包括SKP和万象城在内的具有严格准入要求的百货中心，据公司招股说明书，公司计划于2024-2025年在中国内地分别新开4家门店，同时积极拓展中国内地以外市场，在中国香港、中国澳门及新加坡等地新开5家门店。



04 风险提示

风险提示

- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 对外贸易政策发生变化；
- ◆ 宏观经济复苏不及预期；
- ◆ 汇率大幅波动。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。