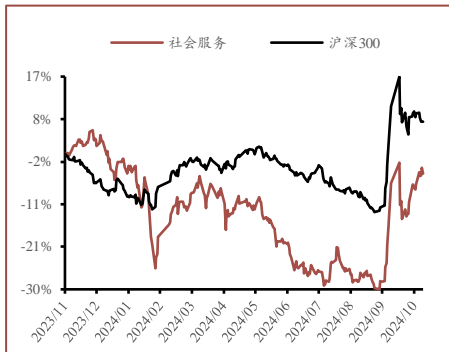


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋  
SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

分析师 于健  
SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

相关报告

- 《从“59 到 115”，黄金周到小长假》 2024-11-02
- 《关注政策催化》 2024-10-27
- 《爱马仕集团：3Q2024 同比+11%，成熟市场具备韧性》 2024-10-27

核心观点

- ❖ **文旅**: 出行总体关注本周对于明年假期延长的预期带动。免税方面关注顺周期下免税客单价修复逻辑，以及四季度起市内免税店开业催化。回顾 2024 年 Q2 与 Q3，客单价是海南免税销售额下滑的重要因素之一，目前顺周期预期下，海南旅游大盘有望得到修复，同时可以展望客单价修复对于销售额回暖的带动。旅游出行方面，本轮顺周期行情 OTA 受益于出行链热度提升，估值有望上调，建议关注 OTA 渗透率提升以及竞争格局改善逻辑，个股关注港股 OTA 携程集团-S 与同程旅行。
- ❖ **酒店**: 第 43 周全国酒店 RevPAR 修复至去年同期的 92.39%，三季度财报陆续发布，高基数影响下 RevPAR 下滑，业绩短期承压，但龙头在开店增速和开店结构上均有亮眼表现，关注管理持续提质增效的龙头，以及会员业务建设进展。
- ❖ **教育**: 1) 公职考培: 2025 年国考 341.6 万人通过资格审查，同比+12.6%。在高校应届毕业生人数走高背景下，2025 国考报考人数持续增长。头部公司纷纷加大基地班建设投入，并研发长周期班型满足市场需求，市占率有望持续提升；2) K12: 主要公司披露 Q3 业绩，收入/合同负债保持较快增长，后续业绩有望持续兑现，近期政策引导积极，关注质优头部。AI+教育应用日益成熟，关注 AI 应用落地标的，有望贡献业绩增量。
- ❖ **医美**: 三季报业绩陆续发布，整体来看 Q3 淡季稳健增长，胶原蛋白板块逆势维持高景气度，深圳龙华区日前发布《龙华区支持高端医美行业高质量发展若干措施（征求意见稿）》，有助于提升医美行业市场规模，同时增强 C 端用户对于医美产业的认可度和信任度，提振医美消费，关注绩优标的+Q4 旺季催化+新品获批带动。
- ❖ **美妆**: 2024Q3 消费端疲软，美护板块业绩整体表现平淡，国货品牌分化进一步加剧，部分公司业绩出现不同程度下滑，绩优个股保持增长态势，龙头品牌淡季稳健增长彰显韧性，关注三季报超预期+双 11 大促表现亮眼的标的。
- ❖ **跨境电商**: 美国线上消费热度持续，亚马逊业绩超预期验证必选及性价比需求韧性，同时周期底部向上，平台盈利能力提升，具备提价能力的卖家有望更充分受益。建议关注跨境电商品牌卖家安克创新、致欧科技、乐歌股份；同时关注 11 月美联储议息，推荐业绩有望受益降息催化的工具链头部品牌公司巨星科技，伴随终端动销回暖及渠道信心增强，有望迎来戴维斯双击。
- ❖ **奢侈品**: Q3 行业需求延续承压，关注势能充足个股。三季度整体奢侈品行业需求持续疲软，重点公司中仅爱马仕和 Prada 维持正增，分别受益于顶奢韧性以及品牌设计红利，分地区看，欧美日成熟市场稳健，中国区受损较为严重。
- ❖ **风险提示**: 宏观经济波动；居民消费意愿恢复不及预期；行业竞争加剧。

## 内容目录

1	商社板块观点.....	6
1.1	免税.....	6
1.2	酒店.....	11
1.3	教育.....	13
1.4	人力资源.....	16
1.5	医美化妆品.....	17
1.6	文旅.....	20
1.7	餐饮.....	23
1.8	零售.....	25
2	本周绝对估值变化.....	27
3	商社行业估值概览.....	30
4	附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势.....	32
4.1	免税行业相关标的估值情况.....	32
4.2	餐饮行业相关标的估值情况.....	33
4.3	酒店行业相关标的估值情况.....	34
4.4	医美化妆品行业相关标的估值情况.....	35
4.5	人服行业相关标的估值情况.....	36
4.6	文旅行业相关标的估值情况.....	37
4.7	珠宝行业相关标的估值情况.....	38
4.8	零售行业相关标的估值情况.....	39
5	风险提示.....	40

## 图表目录

图 1.	免税销售景气度指数.....	6
图 2.	海南省机场进港客流情况（人次）.....	7
图 3.	海口机场进港客流情况（人次）.....	7
图 4.	三亚机场进港客流情况（人次）.....	7
图 5.	北上广深进港客流（人次）.....	8
图 6.	北部地区进港客流（人次）.....	8

图 7. 西南地区进港客流 (人次) .....	9
图 8. 华中地区进港客流 (人次) .....	9
图 9. 江南及广西地区进港客流 (人次) .....	9
图 10. 全国酒店 OCC.....	11
图 11. 全国酒店 ADR (元) .....	11
图 12. 全国酒店 RevPAR (元) .....	11
图 13. 经济型酒店 OCC.....	11
图 14. 中档型酒店 OCC.....	12
图 15. 高档型酒店 OCC.....	12
图 16. 全国酒店 OCC 较 2019 和 2023 年恢复度.....	12
图 17. 全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度.....	12
图 18. 3Q2024 学大教育/昂立教育营业收入及增速.....	13
图 19. 学大教育/昂立教育合同负债及增速 (截至 2024 年 9 月末) .....	13
图 20. 2025 年国考过审人数达 341.6 万 .....	14
图 21. 主要人服公司 3Q2024 营业收入及增速.....	16
图 22. 国际航班恢复情况 (截止 2024.11.01) .....	20
图 23. 各餐饮品类月度平均店效同比情况.....	23
图 24. 各餐饮品类月度客单价情况 (元) .....	23
图 25. 美国线上下零售商分季度收入同比增速.....	25
图 26. 亚马逊 24Q3 分业务收入同比增速.....	25
图 27. 美国线上下零售商分季度存货同比增速.....	25
图 28. 美国线上下零售商分季度毛利率.....	25
图 29. 各航线 CCFI 海运集装箱指数.....	26
图 30. 美元/欧元兑人民币汇率同比变化.....	26
图 31. 万得 A 股 PE(TTM).....	27
图 32. 消费者服务(中信)预测 PE.....	28
图 33. 商贸零售(中信)预测 PE.....	29
图 34. 各公司估值情况 (2024E) .....	30
图 35. 各公司估值情况 (2025E) .....	31
图 36. 免税行业估值情况 (2024E) .....	32
图 37. 免税估值 (2024E) .....	32
图 38. 免税估值 (2025E) .....	32
图 39. 中国中免估值变化趋势.....	32

图 40. 海汽集团估值变化趋势.....	32
图 41. 餐饮行业估值情况（2024E） .....	33
图 42. 餐饮估值（2024E） .....	33
图 43. 餐饮估值（2025E） .....	33
图 44. 海底捞估值变化趋势.....	33
图 45. 九毛九估值变化趋势.....	33
图 46. 酒店行业估值情况（2024E） .....	34
图 47. 酒店估值（2024E） .....	34
图 48. 酒店估值（2025E） .....	34
图 49. 锦江酒店估值变化趋势.....	34
图 50. 君亭酒店估值变化趋势.....	34
图 51. 医美化妆品行业估值情况（2024E） .....	35
图 52. 医美化妆品估值（2024E） .....	35
图 53. 医美化妆品估值（2025E） .....	35
图 54. 珀莱雅估值变化趋势.....	35
图 55. 爱美客估值变化趋势.....	35
图 56. 人服行业估值情况（2024E） .....	36
图 57. 人服估值（2024E） .....	36
图 58. 人服估值（2025E） .....	36
图 59. 科锐国际估值变化趋势.....	36
图 60. 外服控股估值变化趋势.....	36
图 61. 文旅行业估值情况（2024E） .....	37
图 62. 文旅估值（2024E） .....	37
图 63. 文旅估值（2025E） .....	37
图 64. 长白山估值变化趋势.....	37
图 65. 天目湖估值变化趋势.....	37
图 66. 珠宝行业估值情况（2024E） .....	38
图 67. 珠宝估值（2024E） .....	38
图 68. 珠宝估值（2025E） .....	38
图 69. 老凤祥估值变化趋势.....	38
图 70. 周大生估值变化趋势.....	38
图 71. 零售行业估值情况（2024E） .....	39
图 72. 零售估值（2024E） .....	39

图 73. 零售估值（2025E） .....	39
图 74. 小商品城估值变化趋势.....	39
图 75. 重庆百货估值变化趋势.....	39

## 1 商社板块观点

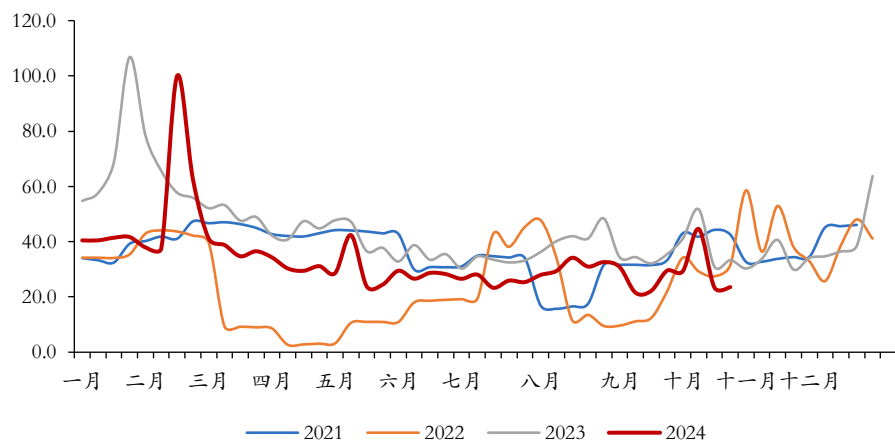
### 1.1 免税

#### 海南离岛免税

- 免税销售景气度指数：2024年10月14日至10月20日，免税销售额指数为23.6，淡季影响略有承压。

（注：景气度指数综合三亚海口客流绝对值、客流恢复速度及草根调研销售热度所得，50为景气度中间值，高于50认为处于高景气区间，低于50认为景气度有待提升。）

图1.免税销售景气度指数



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

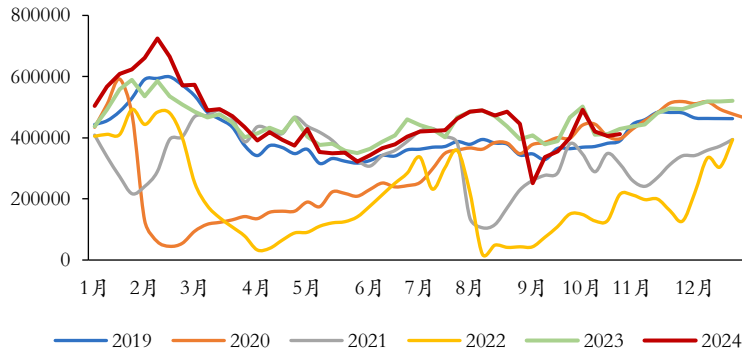
- 海南客流情况（2024年10月21日至10月27日）

海南三机场：客流 41.1 万人次，环比+1.1%，恢复至 2019 年同期 105.5%

海口机场：客流 22.7 万人次，环比+1.8%，恢复至 2019 年同期 105.4%

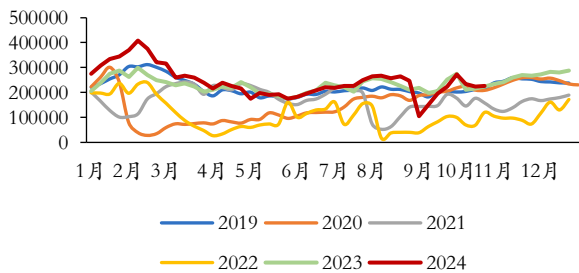
三亚机场：客流 17.8 万人次，环比+0.3%，恢复至 2019 年同期 103.0%

图2.海南省机场进港客流情况 (人次)



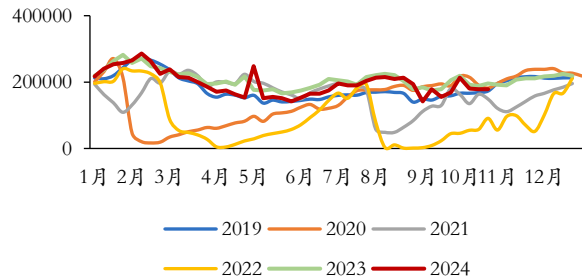
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图3.海口机场进港客流情况 (人次)



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图4.三亚机场进港客流情况 (人次)



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

➤ 分客源看客流：

海南前 10 大客源城市依次为：北京、上海、成都、广州、深圳、西安、重庆、杭州、长沙、武汉；

北京→海南：客流 4.2 万人次，环比+6.3%，恢复至 2019 年同期 137.1%

上海→海南：客流 2.9 万人次，环比-2.9%，恢复至 2019 年同期 115.5%

广州→海南：客流 2.1 万人次，环比-10.8%，恢复至 2019 年同期 85.0%

深圳→海南：客流 2.1 万人次，环比+3.2%，恢复至 2019 年同期 116.4%

成都→海南：客流 2.4 万人次，环比+1.1%，恢复至 2019 年同期 181.3%

重庆→海南：客流 1.6 万人次，环比+0.5%，恢复至 2019 年同期 104.1%

长沙→海南：客流 1.6 万人次，环比-9.9%，恢复至 2019 年同期 92.2%

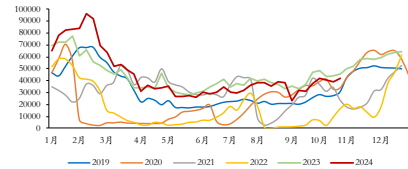
郑州→海南：客流 1.4 万人次，环比+2.7%，恢复至 2019 年同期 88.6%

武汉→海南：客流 1.4 万人次，环比-3.9%，恢复至 2019 年同期 102.6%

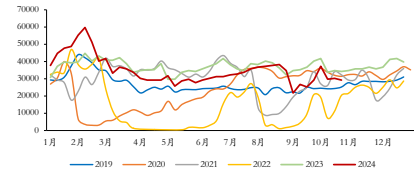
杭州→海南：客流 1.6 万人次，环比+8.8%，恢复至 2019 年同期 123.0%

图5.北上广深进港客流（人次）

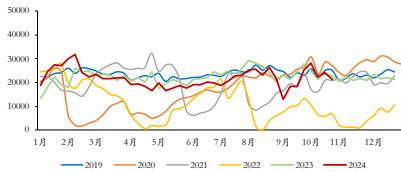
北京客流恢复到2019年137.1%，恢复到2023年92.0%



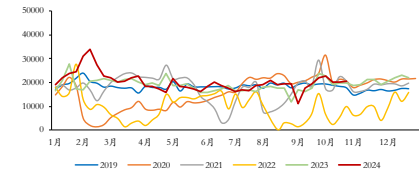
上海客流恢复到2019年115.5%，恢复到2023年84.7%



广州客流恢复到2019年85.0%，恢复到2023年94.1%



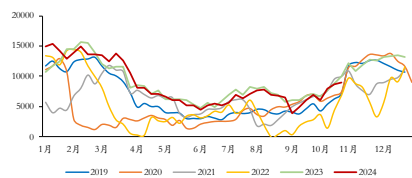
深圳客流恢复到2019年116.4%，恢复到2023年103.5%



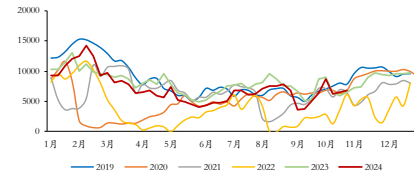
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图6.北部地区进港客流（人次）

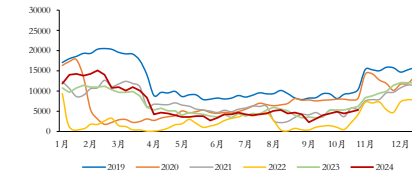
沈阳客流恢复到2019年126.7%，恢复到2023年89.6%



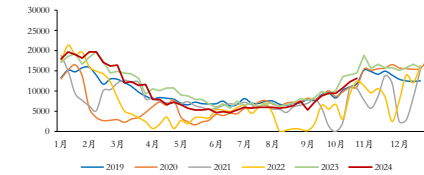
济南客流恢复到2019年86.7%，恢复到2023年105.4%



天津客流恢复到2019年51.4%，恢复到2023年85.6%



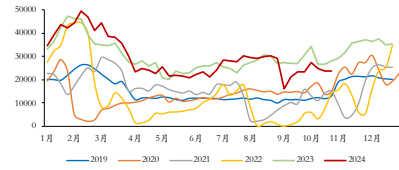
哈尔滨客流恢复到2019年111.1%，恢复到2023年90.4%



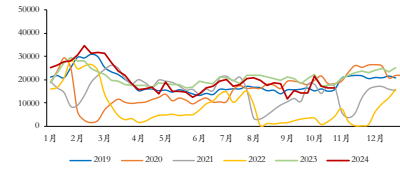
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图7.西南地区进港客流（人次）

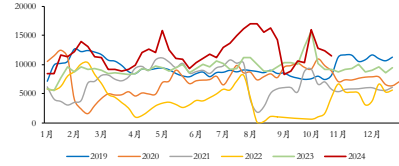
成都客流恢复到2019年181.3%，恢复到2023年84.7%



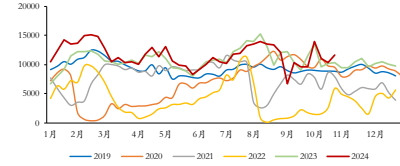
重庆客流恢复到2019年104.1%，恢复到2023年91.4%



贵阳客流恢复到2019年141.2%，恢复到2023年125.4%



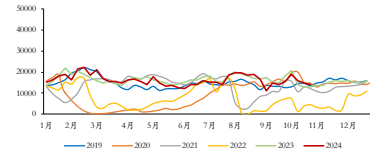
昆明客流恢复到2019年132.0%，恢复到2023年113.8%



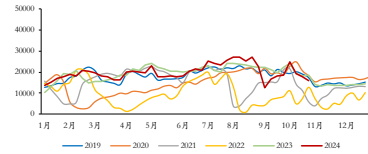
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图8.华中地区进港客流（人次）

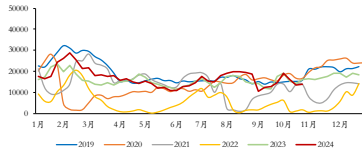
武汉客流恢复到2019年102.6%，恢复到2023年109.5%



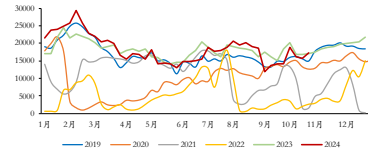
长沙客流恢复到2019年92.2%，恢复到2023年86.2%



郑州客流恢复到2019年88.6%，恢复到2023年86.4%



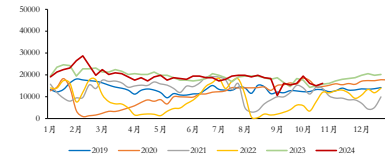
西安客流恢复到2019年115.8%，恢复到2023年101.5%



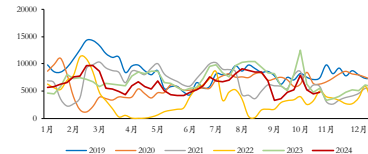
数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

图9.江南及广西地区进港客流（人次）

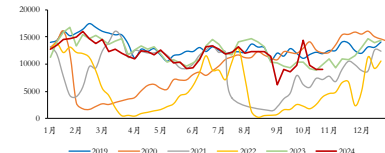
杭州客流恢复到2019年123.0%，恢复到2023年103.8%



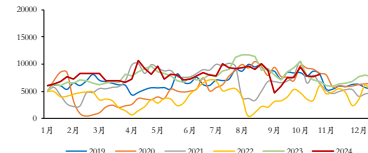
南昌客流恢复到2019年63.7%，恢复到2023年86.5%



南京客流恢复到2019年75.6%，恢复到2023年90.8%



南宁客流恢复到2019年101.4%，恢复到2023年119.8%



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

### 公司跟踪

**中国中免：**公司发布 2024 年第三季度报告。数据显示，中国中免第三季度营业收入约 117.56 亿元，同比下降 21.52%；归属于上市公司股东的净利润约 6.36 亿元，同比下降 52.53%。前三季度营业收入约 430.21 亿元，同比下降 15.38%；归属于上市公司股东的净利润约 39.19 亿元，同比下降 24.72%。

**王府井：**公司前三季度实现营业收入 84.99 亿元，同比下降 8.3%；完成归母净利润 4.27 亿元，同比下降 34.1%；扣非归母净利润 3.59 亿元，同比下降 39.1%；经营现金流净额为 16.39 亿元，同比下降 39.4%；EPS(全面摊薄)为 0.376 元。

**投资建议：**免税方面关注顺周期下免税客单价修复逻辑，以及四季度起市内免税店开业催化。回顾 2024 年 Q2 与 Q3，客单价是海南免税销售额下滑的重要因素之一，目前顺周期预期下，海南旅游大盘有望得到修复，同时可以展望客单价修复对于销售额回暖的带动。建议关注：市内免税牌照方中国中免（601888.SH）与王府井（600859.SH）。

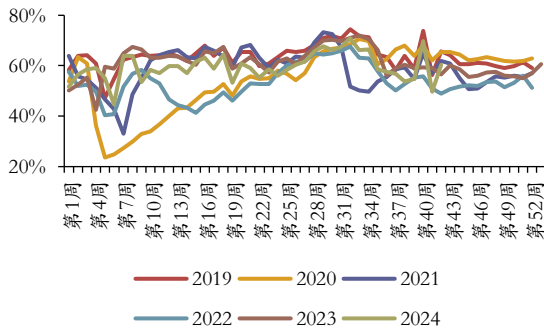
## 1.2 酒店

2024年第43周（10/21-10/27）酒店数据：

1、全国数据：全国 OCC 为 58.20%，环比上周-2.16pct，同比-1.87pct，较 2019 年同期-5.94pct，上周 OCC 较 2019 年同期-5.27pct；全国 ADR 为 187.63 元，环比上周-0.31%，同比-4.49%，较 2019 年同期-6.93%，上周 ADR 较 2019 年同期-8.08%；全国 RevPAR 为 109.20 元，环比上周-3.88%，同比-7.46%，较 2019 年同期-15.55%，上周 RevPAR 较 2019 年同期-15.46%。

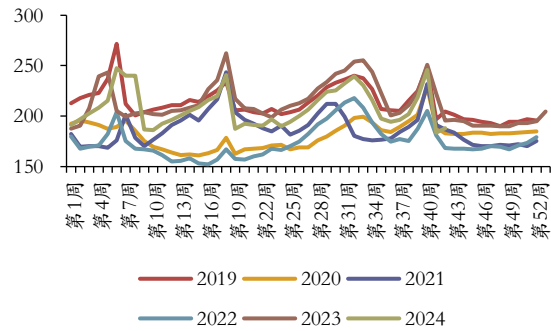
2、分类型：经济型酒店 OCC 为 58.72%，同比去年同期-1.70pct，较 2019 年同期-4.40pct；中档型酒店 OCC 为 58.59%，同比去年同期-2.45pct，较 2019 年同期-9.29pct；高档型酒店 OCC 为 50.55%，同比去年同期-2.61pct，较 2019 年同期-18.37pct。

图10.全国酒店 OCC



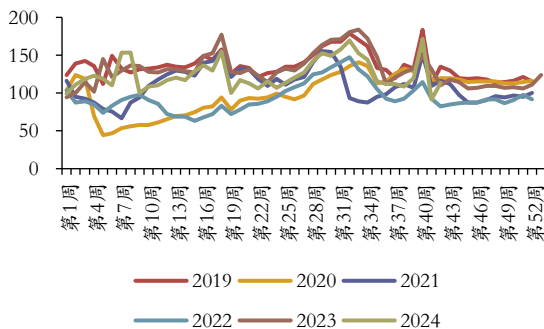
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图11.全国酒店 ADR (元)



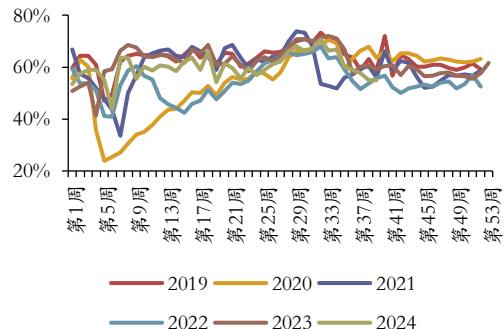
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

图12.全国酒店 RevPAR (元)

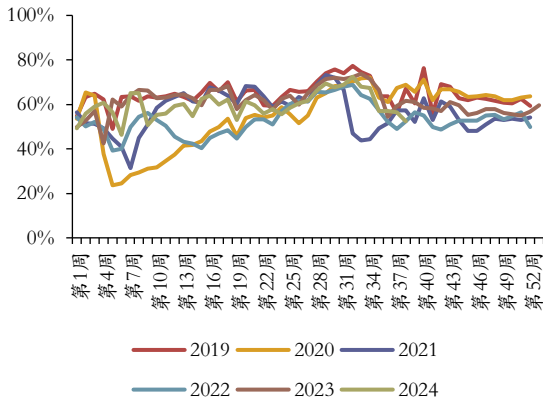


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

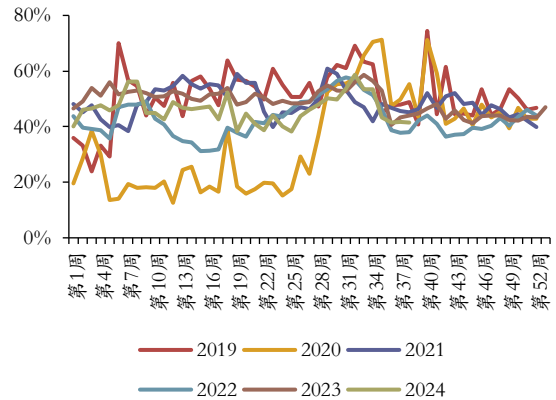
图13.经济型酒店 OCC



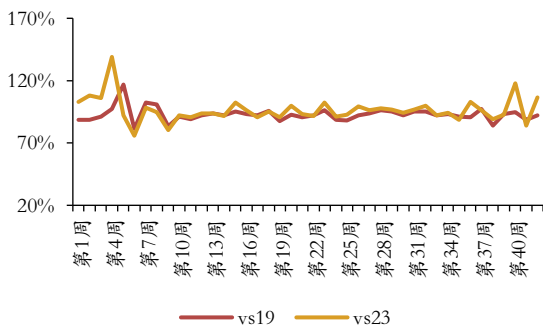
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

**图14.中档型酒店 OCC**


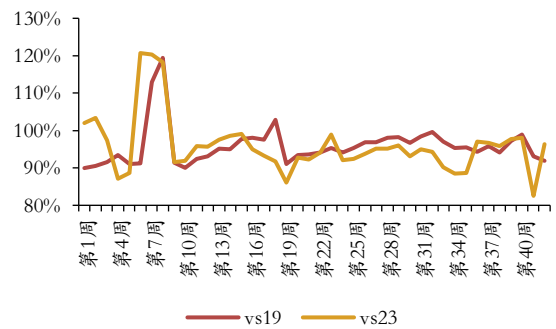
数据来源：酒店之家、财通证券研究所

**图15.高档型酒店 OCC**


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

**图16.全国酒店 OCC 较 2019 和 2023 年恢复度**


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

**图17.全国酒店 ADR 较 2019 和 2023 年恢复度**


数据来源：酒店之家、财通证券研究所

酒店集团陆续发布三季度业绩，高基数下 RevPAR 下滑，业绩短期承压。锦江酒店第三季度实现营业收入 38.98 亿元，比上年同期下降 7.10%；实现归利润 2.58 亿元，比上年同期下降 43.08%。其中，有限服务型 RevPAR 为 174.41 元，同比下降 8.38%。首旅酒店第三季度实现营收 21.56 亿元，同比下降 6.38%；实现归母净利润 3.66 亿元，同比下降 9.54%。其中不含轻管理门店的综合 RevPAR 较去年下滑 6%，其中 OCC 同比-1.0pct，ADR 同比下降 4.7%。

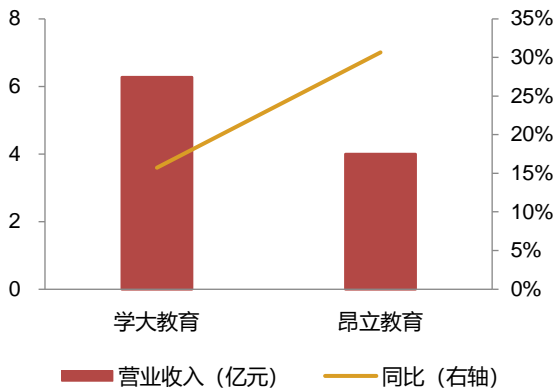
**投资建议：**短期我们建议关注管理提质增效的首旅酒店 (600258.SH)；上调全年开店预期的华住集团 (1179.HK)、亚朵 (ATAT.O)；中长期建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店 (600754.SH)。

### 1.3 教育

#### K12：头部公司披露 Q3 业绩，收入延续快增

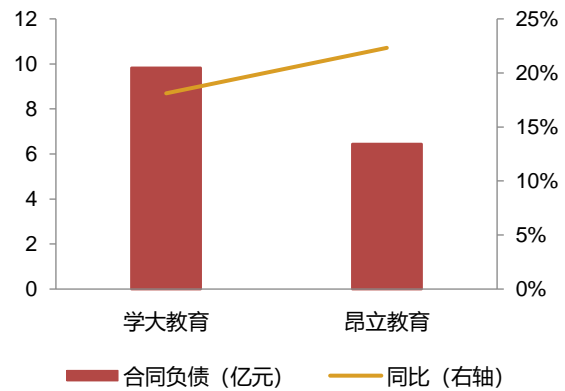
学大教育/昂立教育 Q3 收入保持较快增长。1) 学大教育：3Q2024，公司营业收入为 6.27 亿元，同比+15.70%；归母净利润为 0.14 亿元，同比-49.67%。截至 2024/9/30，公司合同负债余额为 9.83 亿元，同比+18.11%；2) 昂立教育：3Q2024，公司营业收入为 4.0 亿元，同比+30.65%；归母净利润为 0.36 亿元，同比+69.85%。截至 2024/9/30，公司合同负债余额为 6.45 亿元，同比+22.31%。

图18.3Q2024 学大教育/昂立教育营业收入及增速



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

图19.学大教育/昂立教育合同负债及增速（截至 2024 年 9 月末）



数据来源：Wind，财通证券研究所

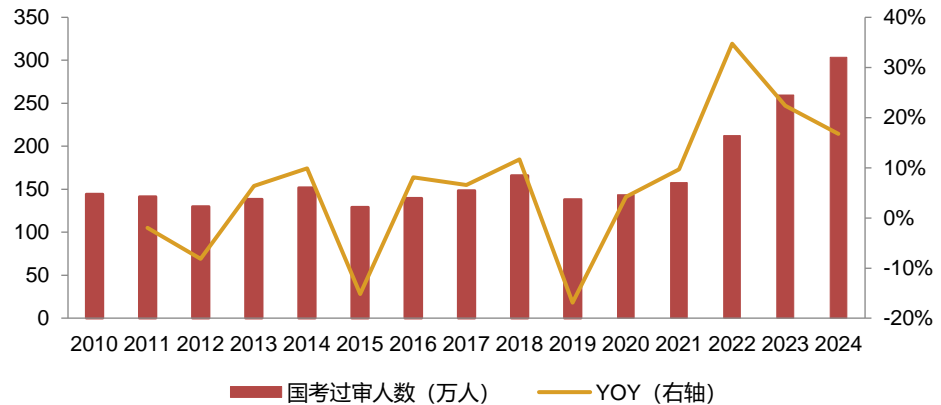
**政策引导积极，关注质优龙头。**2024 年 8 月，国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出“推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求；推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。”各级各类社会培训机构应持续提高服务质量，提升参训学员的文化素质、科学素养和劳动技能等。

**投资建议：**龙头机构合规化转型完毕，供给出清下素质教育业务、高中学科辅导业务快速发展，同时纷纷加大人员投入满足终端素质教育培训需求，业绩有望保持较快增长。建议关注全国化机构学大教育（000526.SZ）、新东方-S（9901.HK）、好未来（TAL.N）；区域 K12 培训龙头昂立教育（600661.SH）、卓越教育集团（3978.HK）、思考乐教育（1769.HK）。

**职教：2025 年国考过审人数达 341.6 万**

**2025 年国考 341.6 万人过审，再创历史新高。**公务员、事业单位等政策岗位作为高校应届生重要就业去向，持续扩招稳定就业，2025 年国家公务员考试共计招录职位数 20813 个，同比+9.8%；招录人数 39721 人，同比+0.4%。毕业生人数新高背景下，2025 年国考 341.6 万人通过资格审查，同比+12.6%。

图20.2025 年国考过审人数达 341.6 万



数据来源：央视网、华图教育公众号、中公教育公众号，财通证券研究所

**华图山鼎非学历培训业务顺利推进，聚焦教育业务做大做强。**公司子公司华图教育科技已实际开展成人非学历培训业务，华图宏阳已不再从事该等领域业务。2024 年，一部分省份的公务员省考笔面试成绩、事业单位笔面试成绩以及一部分省份的事业单位招聘公告会在二季度发布。公司将坚持“好老师”之本，确保交付质量持续领先；巩固“好课程”之基，以产品铸就品牌；坚持“好服务”之路，不断赢得学员口碑；对内狠抓科学治理与管理，打造公平有序、充满活力的组织结构和薪酬体系。未来合适时机不排除考虑向产品横向多元化和用户纵向延伸服务两个方面扩大市场基数。

**投资建议：**公职类考培行业有望长期维持高景气，稳就业下供给增加、毕业生人数新高下报考人群扩大，受益于供给扩大及报考需求释放，公职类考培龙头有望受益，建议关注华图山鼎 (300492.SZ)、粉笔 (2469.HK)、中公教育 (002607.SZ)。

➢ **招聘侧**我国广义公职人员 5000-6000 万人，全国人口结构看 50-54 岁/55-59 岁占比 8.84%/8.14% (2022)，退休换岗招聘量大，同时国家加大政策性岗位供给，公职岗位招聘量有望在 2024 年 150 万人基础上稳中有升。

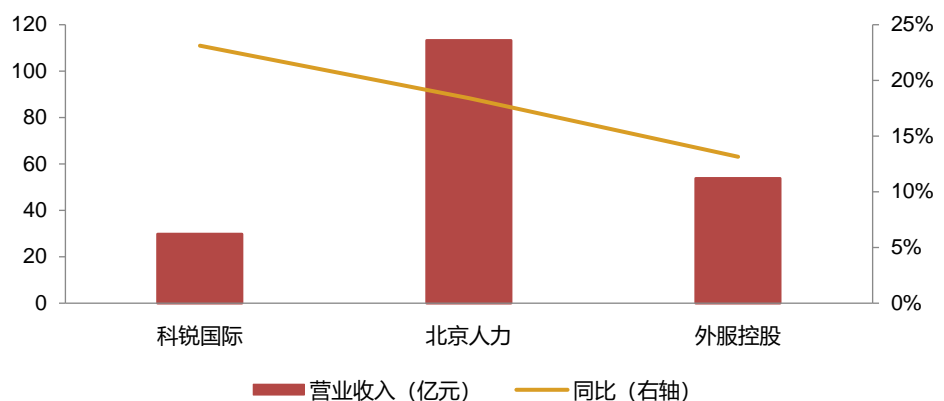
- **报考侧** 2024 年应届毕业生人数将达 1179 万人，创历史新高。根据我国出生人口数，我们预计 2024-2036 年我国高等教育毕业生人数（含研究生）将维持在 1100-1200 万人。

### 1.4 人力资源

求是网刊发《促进高质量充分就业》。文章提及：促进高质量充分就业，是新时代新征程就业工作的新定位、新使命。要坚持以人民为中心的发展思想，全面贯彻劳动者自主就业、市场调节就业、政府促进就业和鼓励创业的方针，以推动高质量发展为基础，以实施就业优先战略为引领，以强化就业优先政策为抓手，以深化就业体制机制改革为动力，持续促进就业质的有效提升和量的合理增长，不断增强广大劳动者的获得感幸福感安全感，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。

主要人服公司 Q3 稳健增长，我们估计外包服务贡献主要增量。3Q2024，科锐国际营业收入为 29.75 亿元，同比+23.12%；北京人力营业收入为 113.13 亿元，同比+18.39%；外服控股营业收入为 53.74 亿元，同比+13.14%。

图21.主要人服公司 3Q2024 营业收入及增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**投资建议：**政策端稳增长促就业，2024 年 9 月提出实施就业优先战略促进高质量充分就业，有望带动用工回升。此前主要公司招聘相关业务承压，边际改善下业绩弹性较强，建议关注板块内具备资金、平台、渠道优势的头部企业科锐国际（300662.SZ）、北京人力（600861.SH）。

## 1.5 医美化妆品

### 医美端：

**深圳龙华区发布医美行业相关积极政策，助力医美市场发展。**深圳龙华区日前发布《龙华区支持高端医美行业高质量发展若干措施（征求意见稿）》。其中提到，适当放宽龙华区医疗美容行业市场准入，鼓励社会资本进入医疗美容产业。建立医疗美容产业审批绿色通道，简化企业注册、医疗机构审批等手续，为企业提供工商注册、行政审批等一站式服务。积极引进医疗美容上市企业、口碑良好的服务类医疗美容机构、已有成熟产品上市的研发类医疗美容企业、医疗美容互联网渠道企业等头部企业落地龙华，依据相关规定给予政策优惠。我们认为，此类政策出台有助于提升医美行业市场规模，同时增强C端用户对于医美产业的认可度和信任度，提振医美消费。

### 新品进展：

#### 1、胶原蛋白领域：佰仁医疗控股子公司北京艾佰瑞生物研制的胶原纤维填充剂-I注册申请获国家药品监督管理局正式受理。

- **已受理管线（胶原纤维填充剂-I）：**产品为可注射用天然交联的完整I型胶原蛋白纤维，专有的超纯提取工艺和精准切除动物源胶原分子两端的前肽，从一级结构上实现人源化，并获得全长胶原蛋白分子，确保了其三螺旋结构的完整性，高纯度的全长胶原蛋白分子是自发组装成胶原纤维前提，可实现定向纤维再造。
- **在研管线：**1) II型：针对经多次皮下填充难以平衡组织胶原纤维降解的皮肤，通过人工辅助交联形成的一种抗降解胶原纤维填充剂，主要用于平皱；2) III型：通过核糖交联实现体内本身存有的核糖分子于体外交联后再填充于皮下，抗降解的同时促进自身胶原的交联。II和III型两款产品分别于2024年的1月和5月完成临床试验全部受试者入组，待完成全部1年随访后陆续提交注册申报。

#### 2、减重领域：礼来减肥药Mounjaro在香港获批，最早将于今年年底开始销售。

礼来已获得香港政府的批准，可以在一种名为Kwikpen（预充式注射笔）的设备中销售其品牌名为Mounjaro的Tirzepatide注射剂，用于长期体重管理和2型糖尿病，并预计最早将于今年年底开始销售。

#### 3、溶脂领域：科笛集团旗下潜在1类新药CU-20401（重组突变胶原酶），用于治疗额下脂肪堆积的II期临床试验完成数据库锁定。CU-20401是一种重组突变胶原酶，其靶向肥胖、超重或其他与局部脂肪堆积相关的代谢疾病。CU-20401采用创新的作用机制，作为一种胶原酶，可选择性地作用于附着在脂肪组织上

的细胞外基质。经局部注射后，CU-20401 通过降解皮下脂肪层中的细胞外基质胶原蛋白，导致脂肪细胞凋亡，预计可有效减少局部脂肪堆积。CU-20401 通过技术改进，以较低速率催化胶原蛋白降解，具有温和的催化活性，从而减少野生型胶原酶的副作用，如淤青及疼痛。

**投资建议：**三季报业绩陆续发布，关注绩优标的+Q4 旺季催化+新品获批带动。建议关注中报业绩超预期，美妆双品牌势能抬升+医美管线储备中的巨子生物（2367.HK）；业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物（832982.BJ）；韩版童颜针国内渠道顺利放量，领先布局重组人胶原蛋白的江苏吴中（600200.SH）。

**美妆端：本周财报密集发布，国货品牌分化进一步加剧，龙头品牌淡季稳健增长彰显韧性，关注双 11 大促表现：**

1) 福瑞达：2024Q1-Q3 公司实现营收 28.03 亿元，同比-17.45%，实现归母净利润 1.71 亿元，同比-28.09%，实现扣非净利润 1.51 亿元，同比+40.09%。单 Q3 来看，公司实现营收 8.77 亿元，同比-4.82%，实现归母净利润 0.44 亿元，同比-7.76%，实现扣非净利润 0.39 亿元，同比-12.15%。营收和利润下滑主要系去年同期包括房地产业务剥离前的收入和利润影响，分板块看，化妆品淡季增速放缓，药品销售止跌回稳。

2) 上海家化：2024Q1-Q3 公司实现营收 44.77 亿元，同比-12.07%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比-58.72%，实现扣非净利润 1.20 亿元，同比-59.74%。单 Q3 来看，公司实现营收 11.56 亿元，同比-20.93%，实现归母净利润-0.75 亿元，同比-180.85%，实现扣非净利润-1.15 亿元，同比-421.81%。国内业务由于行业整体压力较大，公司自身业务承压，以及战略调整等因素导致收入下降、毛利减少，使得净利润同比减少；国外业务受海外低出生率、婴童品类竞争加剧和经销商降库存的持续影响，导致收入和毛利率均下降，为保持市场份额，仍持续加大品牌营销投放，导致净利润同比减少。

3) 水羊股份：2024Q1-Q3 公司实现营收 30.45 亿元，同比-9.84%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比-47.60%，实现扣非净利润 1.08 亿元，同比-44.82%。单 Q3 来看，公司实现营收 7.52 亿元，同比-30.87%，实现归母净利润-0.11 亿元，同比-130.41%，实现扣非净利润-0.12 亿元，同比-124.40%。收入端，御泥坊大幅度清退部分经营较弱的线下渠道，代理业务板块清退部分非盈利品牌，叠加科赴品牌收入持续下滑，造成收入下滑明显，利润端，毛利率由于品牌结构调整有所提升。

4) 华熙生物：2024Q1-Q3 公司实现营收 38.75 亿元，同比-8.21%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比-29.62%，实现扣非净利润 3.27 亿元，同比-24.58%。单 Q3 来

看，公司实现营收 10.64 亿元，同比-7.14%，实现归母净利润 0.20 亿元，同比-77.44%，实现扣非净利润 0.11 亿元，同比-85.37%。

**投资建议：**2024Q3 消费端疲软，美护板块业绩整体表现平淡，国货品牌分化进一步加剧，部分公司业绩出现不同程度下滑，绩优个股保持增长态势，龙头品牌淡季稳健增长彰显韧性，关注三季报超预期+双 11 大促表现亮眼的标的，建议关注：

- 1) 强业绩兑现度的珀莱雅(603605.SH)：美白、能量、防晒、洗护等多品类扩张，下半年至明年预计推出美白重磅单品；
- 2) 婴童产业链优选的润本股份(2367.HK)：深耕驱蚊、婴童护理领域，产品矩阵丰富细分程度高，高性价比卡位大众市场，下半年蛋黄油&洋甘菊系列新品布局，11 月份预计上新全新抗痘系列产品；
- 3) 上美股份(2145.HK)：韩束爆发式重回增长，多品牌持续调整下有望贡献第二增长曲线；
- 4) 有望边际改善的贝泰妮、福瑞达、丸美股份、水羊股份、上海家化、华熙生物。

## 1.6 文旅

旅游：关注座谈会文旅消费的重视

### 重要数据跟踪

➤ 出境游航班恢复情况

根据飞常准 APP 数据，2024 年 11 月 1 日中国内地-地区/国际航班执行量为 2056 架次，恢复至 2019 年基期的 78.3%。

图 22. 国际航班恢复情况（截止 2024.11.01）



数据来源：飞常准 APP，财通证券研究所

### 公司跟踪

- 黄山旅游：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，黄山旅游实现营业收入 5.78 亿元，同比下降 3.25%；归属于上市公司股东的净利润 1.53 亿元，同比下降 26.35%。
- 中青旅：公司发布 2024 年第三季度报告。财务数据显示，中青旅第三季度营业收入约 26.97 亿元(人民币,下同)，同比增长 5.51%；归母净利润约 8048.82 万元，同比减少 19.29%。前三个季度的营业收入约 70.48 亿元，同比增长 4.65%；归母净利润约 1.53 亿元，同比减少 25.77%。
- 大连圣亚：公司发布三季度业绩公告称，2024 年前三季度营收约 4.27 亿元，同比增加 7.74%；归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元，同比减少 4.49%；基本每股收益 0.8164 元，同比减少 4.49%。

- 三特索道：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，三特索道实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 1.11%；归属于上市公司股东的净利润 7912.69 万元，同比下降 4.61%。
- 祥源文旅：公司发布 2024 年第三季度报告。财务数据显示，祥源文旅前三个季度的营业收入约 6.24 亿元，同比增长 8.64%；归母净利润约 1.1 亿元，同比下降 16.22%。
- 九华旅游：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，九华旅游实现营业收入 1.74 亿元，同比下降 4.15%；归属于上市公司股东的净利润 3929.21 万元，同比下降 2.85%。
- 长白山：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，长白山实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 3.19%；归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元，同比下降 9.04%。
- 金马游乐：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，金马游乐实现营业收入 1.47 亿元，同比下降 35.84%；归属于上市公司股东的净利润 106.8 万元，同比下降 95.86%。
- 丽江股份：公司发布 2024 年第三季度报告，报告期内，[丽江股份](#)实现营业收入 2.51 亿元，同比增长 0.56%；归属于上市公司股东的净利润 7996.53 万元，同比下降 11.89%。

**投资建议：**旅游出行方面，核心关注市场近期对于明年假期延长的预期，建议关注 OTA 渗透率提升以及竞争格局改善逻辑，个股关注港股 OTA 携程集团-S 与同程旅行。景区个股目前推荐关注三个主题：

- 1) 东北、西北的三季度业绩兑现能力：暑期作为东北与西北的核心旺季，有望营造旅游热点，关注长白山（603099.SH）、西域旅游（300859.SZ）；
- 2) 机构关注度高、成长性好的个股：核心关注有新项目/交通改善的九华旅游（603199.SH）、峨眉山 A（000888.SZ）、黄山旅游（600054.SH）等；

3) 低空经济重塑景区交运产品矩阵机遇：核心关注目前与亿航智能成立子公司的西域旅游（300859.SZ）、岭南控股（300859.SZ）。

#### 会展板块：

➤ **米奥会展：**公司 2024 年前三季度营收约 4.25 亿元，同比减少 9.44%；归属于上市公司股东的净利润约 6814 万元，同比减少 16.62%；基本每股收益 0.3 元，同比减少 16.67%。

**投资建议：**米奥会展：下半年公司展位数量预计同比增幅有所改善，关注业绩兑现情况，同时建议关注出海 beta，公司作为出海会展稀缺标的有望受益。

长期来看：建议持续关注米奥会展（300795.SZ）一带一路、RCEP 政策扶持下境外自办展及海外合作办展带来业绩增长机会，关注兰生股份（600826.SH）作为国内头部会展公司通过运营国内知名 IP 提升影响力、收并购小型会展 IP 机遇。

#### 体育板块：

**力盛体育：**公司今年前三季度，力盛体育实现营业收入 3.33 亿元，同比增长 20.68%；归母净利润 1410.86 万元，同比增长 346.93%；扣非后归母净利润 1177.43 万元，同比增长 1786.51%；经营活动产生的现金流净额 9877.19 万元，同比增长 471.49%。

**投资建议：**巴黎奥运会带动国内体育赛事关注度提升，全民健身参与度提升，建议关注 F1 赛事及巴黎奥运会热度催化下体育产业投资机会，全民健身与数字体育标的力盛体育（002858.SZ），巴黎奥运会中国代表团健身器材供应商舒华体育（605299.SH）。

### 1.7 餐饮

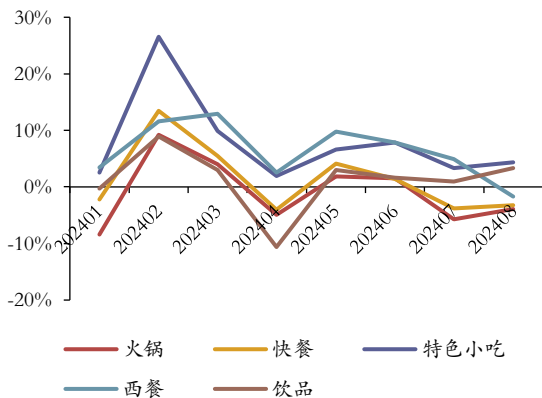
上半年性价比消费和经营效率领先的餐企韧性更强。性价比趋势明显，九毛九、肯德基等客单价偏低的餐饮品牌，一季度同店增长小幅下滑，但高客单的正餐品类，如太二等客流相对承压。

表1.2024H1 上市餐企同店收入增速承压

	1H2021	2021	1H2022	2022	1H2023	2023	1Q2024	2Q2024
九毛九	/	25%	-10%	-11%	8%	7%	-4%	-13%
太二	/	6%	-23%	-22%	16%	18%	-14%	-18%
海伦司	104%	33%	-33%	-34%	9%	5%	/	/
海底捞	29%	2%	-11%	-14%	16%	22%	/	/
呷哺呷哺	30%	-8%	-44%	-23%	29%	10%	/	/
百胜中国	27%	-1%	-25%	-22%	9%	7%	-3%	-4%
达势股份	/	/	14%	14%	9%	9%	/	/

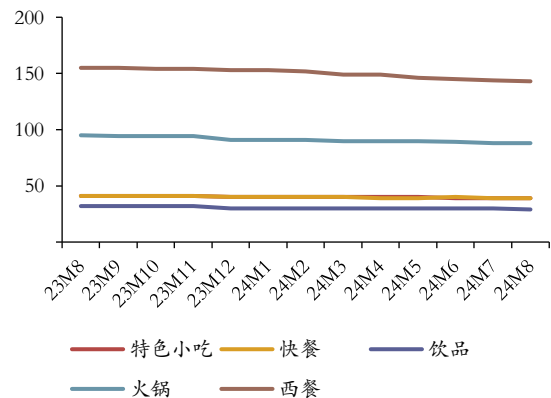
数据来源：公司公告、财通证券研究所

图23.各餐饮品类月度平均店效同比情况



数据来源：久谦中台、财通证券研究所

图24.各餐饮品类月度客单价情况 (元)



数据来源：久谦中台、财通证券研究所

三季度瑞幸收入和利润均创历史新高。单 Q3，公司实现净收入 101.81 亿元，同比增长 41.4%；实现营业利润 15.57 亿元，营业利润率为 15.3%；实现净利润 13.03 亿元，同比增长 31.8%，净利率为 12.8%。门店运营层面来看，瑞幸咖啡第三季度自营门店收入为 75.01 亿元，较 2023 年同期的 51.41 亿元增长 45.9%。第三季度自营门店门店层面利润为 17.46 亿元，自营门店门店层面利润率为 23.3%，2023 年同期为 11.85 亿元，门店层面利润率为 23.1%。第三季度联营门店收入 23.41 亿元，较 2023 年同期的 18.41 亿元增长 27.2%。

三季度瑞幸自营门店同店增速降幅环比一二季度缩窄。第三季度瑞幸自营门店同店增速为-13.1%，环比季度改善，主要是因为本季度平均售价与去年同期相比偏差较小，并预计未来几个季度同店增速将持续改善。

**瑞幸门店网络持续扩张，初步探索海外市场。**第三季度，公司实现净新开门店 1382 家。截至三季度末，瑞幸咖啡门店总数达 21343 家，其中自营门店 13936 家，联营门店 7407 家，门店规模稳居中国咖啡行业首位。国际市场方面，本季度在新加坡净增 8 家门店，季度末门店总数达 45 家。

**星巴克第四季度财年数据公布。**星巴克第四季度营收为 90.74 亿美元，同比下滑了 3.2%，其中中国市场单季度营收为 7.84 亿美元，同比下降了 7%。门店数 40199 家，自营门店 21018 家，加盟门店 19181 家。其中，在星巴克季末中国市场的门店数为 7596 家。星巴克财年四季度运营利润率 14.4%，较去年下降 3.8pct，其原因包括（公司）杠杆降低、对员工工资的投资和营销活动的增多。星巴克 2024 财年的运营利润率为 15%，同比也下降 1.3pct。星巴克全球可比同店营收下降了 7%，其中中国市场下降了 14%——其中 8%来自于客单价、6%来自于交易笔数。

**星巴克调整经营策略。**一是自助调味台在 2025 年初将会在美国市场回归，顾客可以继续用搅拌棒来自己加奶加糖，疫情期间，调味台被挪到了咖啡操作台后面，但咖啡师经常因为太忙而经常没办法满足顾客奶油、牛奶添加的具体需求；二是定价策略，比如不再会为非乳制品奶类（比如燕麦奶）收更高的价格，而且未来一年内也不会提价；三是精简菜单，据 Yahoo Finance，星巴克明年 6 月不会再推出能量饮料冰饮的新品，而且霍华德·舒尔茨提出的橄榄油咖啡（意榄朵）也将从美国市场的菜单上拿掉。

**上海将提高餐饮消费券满减力度。**11 月 1 日至 12 月 31 日期间，上海将举办“2024 上海网络购物季”，支持电商平台上海专区优惠活动。上海将优化发放 2.0 版“乐品上海”餐饮消费券。原四种满减抵扣优惠力度提高至 6 折，即四种券面拟具体安排为满 300 元减 120、满 500 元减 200、满 800 元减 320、满 1000 元减 400 元。

**投资建议：**我们建议关注经营相对稳健、盈利能力得到验证、同店表现相对韧性的百胜中国（9987.HK）、达势股份（1405.HK）。

## 1.8 零售

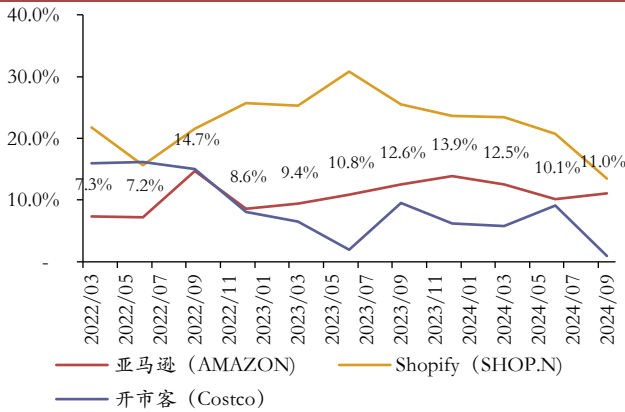
### 跨境电商：

亚马逊业绩超预期,美国线上渗透率持续提升。亚马逊三季度营收1588.8亿美元,同比增长11.0%,高于市场预期的1573亿美元;同比大幅增长55%。

分业务看,广告及AWS云业务增速突出,支撑平台盈利能力提升。三季度亚马逊AWS云业务营收同比增长19.1%,广告业务同比增长18.8%,增速显著高于其他业务,平台卖家广告平均支出或有提升。

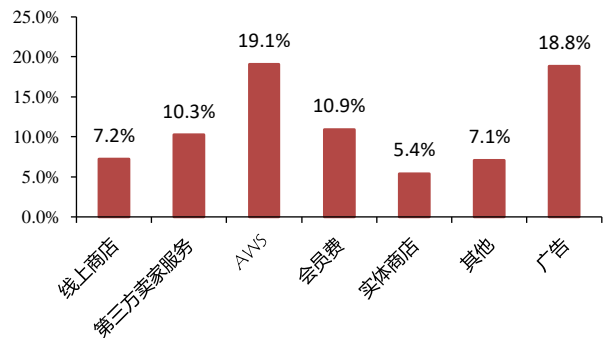
亚马逊指引第四季度营收1815-1885亿美元之间,即同比增长7-11%,收入指引中位数1850亿美元略低于市场预期的1862亿美元。

图25. 美国线上下零售商分季度收入同比增速



数据来源: iFind, 财通证券研究所

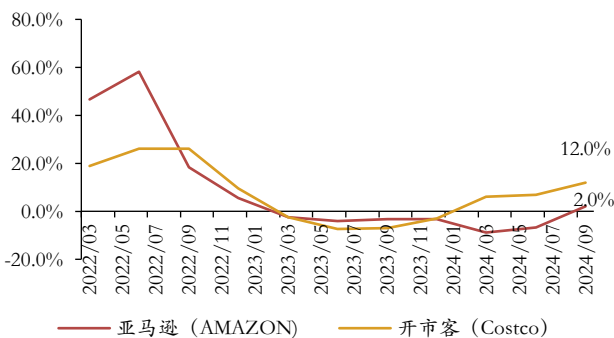
图26. 亚马逊 24Q3 分业务收入同比增速



数据来源: iFind, 财通证券研究所

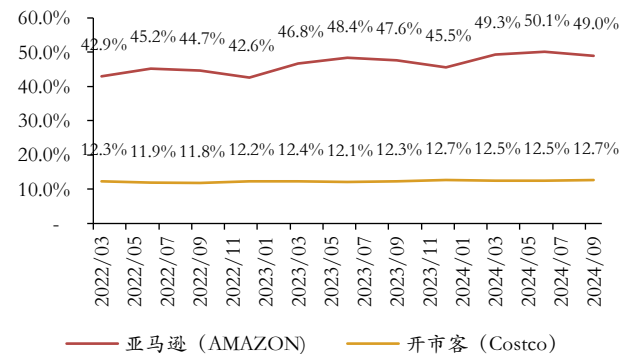
商超平台补库拐点出现,四季度旺季可期。24Q3 亚马逊、Costco 毛利率分别为49.0%/12.7%,同比增长1.5/0.4pct,去库促销压力显著消化;同时,存货分别同比增长12%/2%,或为Q4旺季备货准备。

图27. 美国线上下零售商分季度存货同比增速



数据来源: ifind, 财通证券研究所

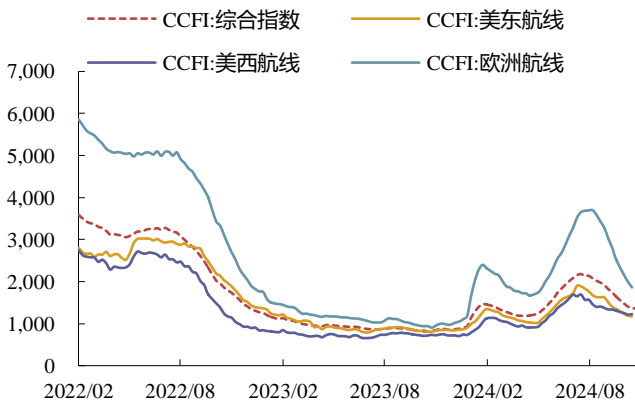
图28. 美国线上下零售商分季度毛利率



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

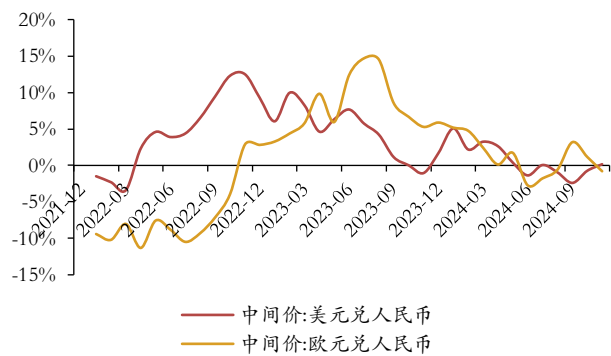
成本端，海运费持续边际缓解，三季度美元兑人民币汇率波动较大，但波幅已有收敛。10月18日至10月25日的一周中，海运综合指数环比下降2.8%，美东、美西、欧线分别环比-0.6%/+1.2%/-6.4%；10月份美元、欧元兑人民币中间价分别为7.1/7.7，分别同比-0.7%/+1.2%。

图29.各航线 CCFI 海运集装箱指数



数据来源: ifind, 财通证券研究所

图30. 美元/欧元兑人民币汇率同比变化



数据来源: ifind, 财通证券研究所

美国线上消费热度持续，亚马逊业绩超预期验证必选及性价比需求韧性，同时周期底部向上，平台盈利能力提升，具备提价能力的卖家有望更充分受益：

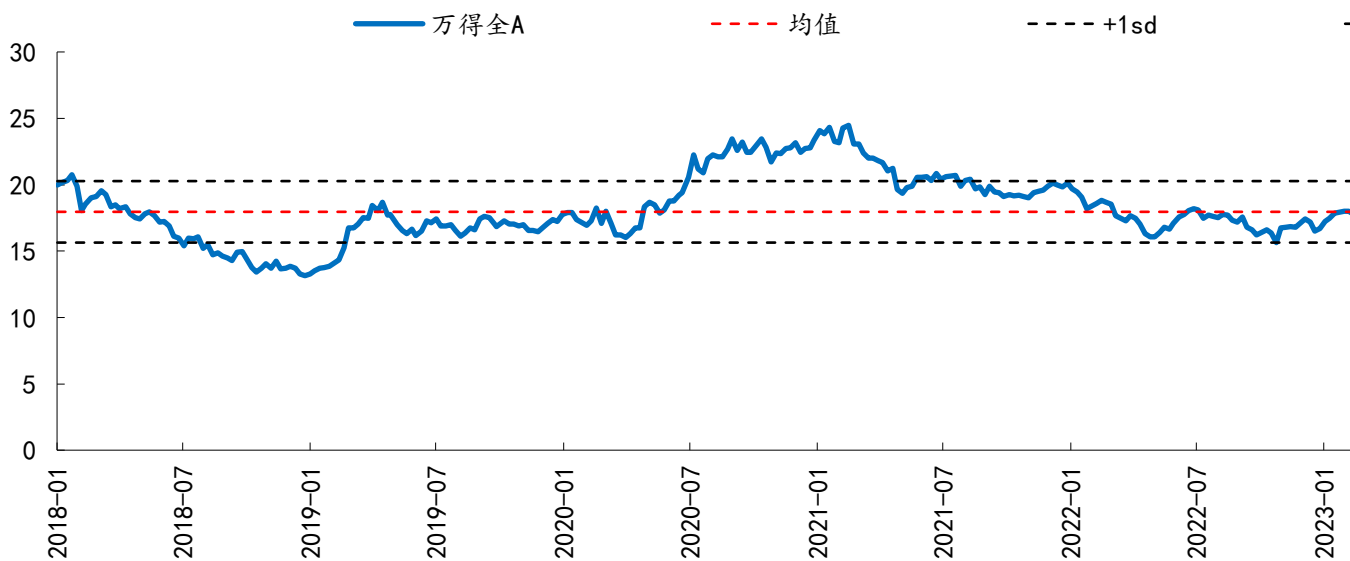
1) 具有溢价能力的跨境电商品牌，业绩相对优势凸显。建议关注跨境电商 3C 品牌运营龙头安克创新 (300866.SZ)，充电类高增持续，新品类增速回暖超预期，有望带动业绩高增持续；关注致欧科技 (301376.SZ)、乐歌股份 (300729.SZ)，供应链持续完善，拓展美国市场空间较大，海运费回落后业绩有望得到释放。

2) 11 月美联储议息将近，推荐业绩有望受益降息催化的美国工具链头部供应商，伴随终端动销回暖及渠道信心增强，有望迎来戴维斯双击。当前美国渠道库存底部，伴随降息周期开启，H2 头部公司订单有望与终端需求同步，驱动业绩回暖；美国房地产长期处于供给短缺状态，降息有望释放长景气周期，伴随国内工具龙头市占率提升，业绩增速优势突出，估值有望提升。推荐手工具龙头巨星科技 (002444.SZ)、电动工具品牌龙头创科实业 (0669.HK)，关注泉峰控股 (2285.HK)、大叶股份 (300879.SZ)。

## 2 本周绝对估值变化

本周（2024年10月28日-11月1日，下同），万得A股PE(TTM)为18.06倍，略高于17.95倍的历史均值，较上周

图31.万得A股PE(TTM)



数据来源：Wind，财通证券研究所

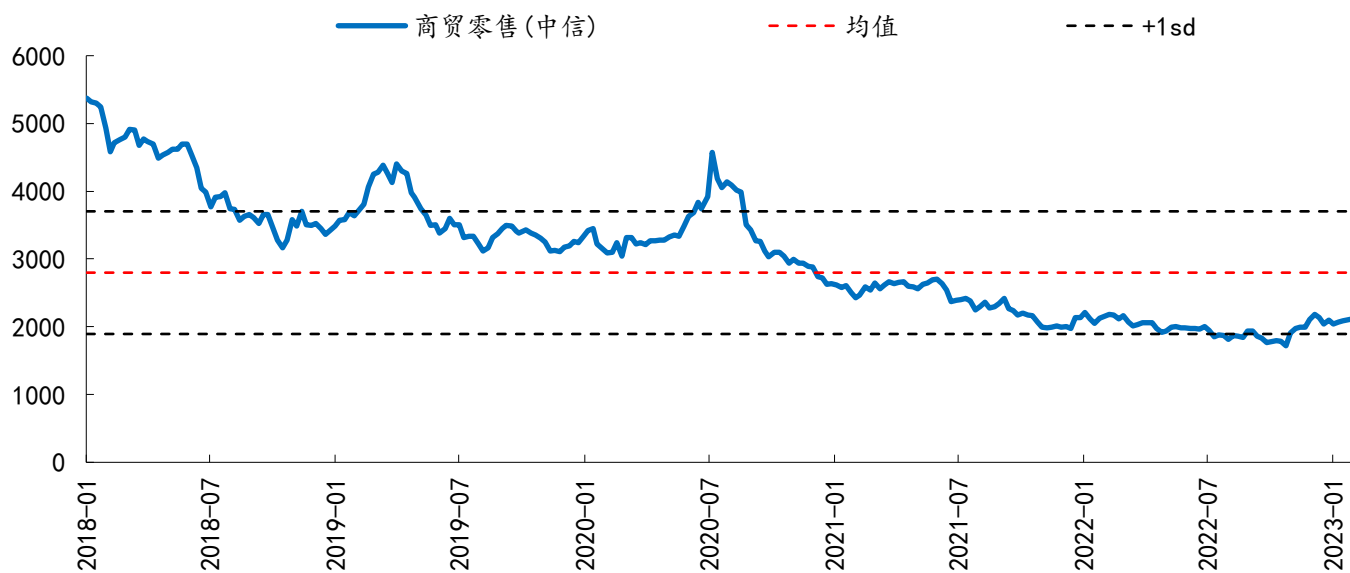
注：指数预测PE基于Wind一致预期，下同

图32.消费者服务(中信)预测 PE



数据来源: Wind, 财通证券研究所

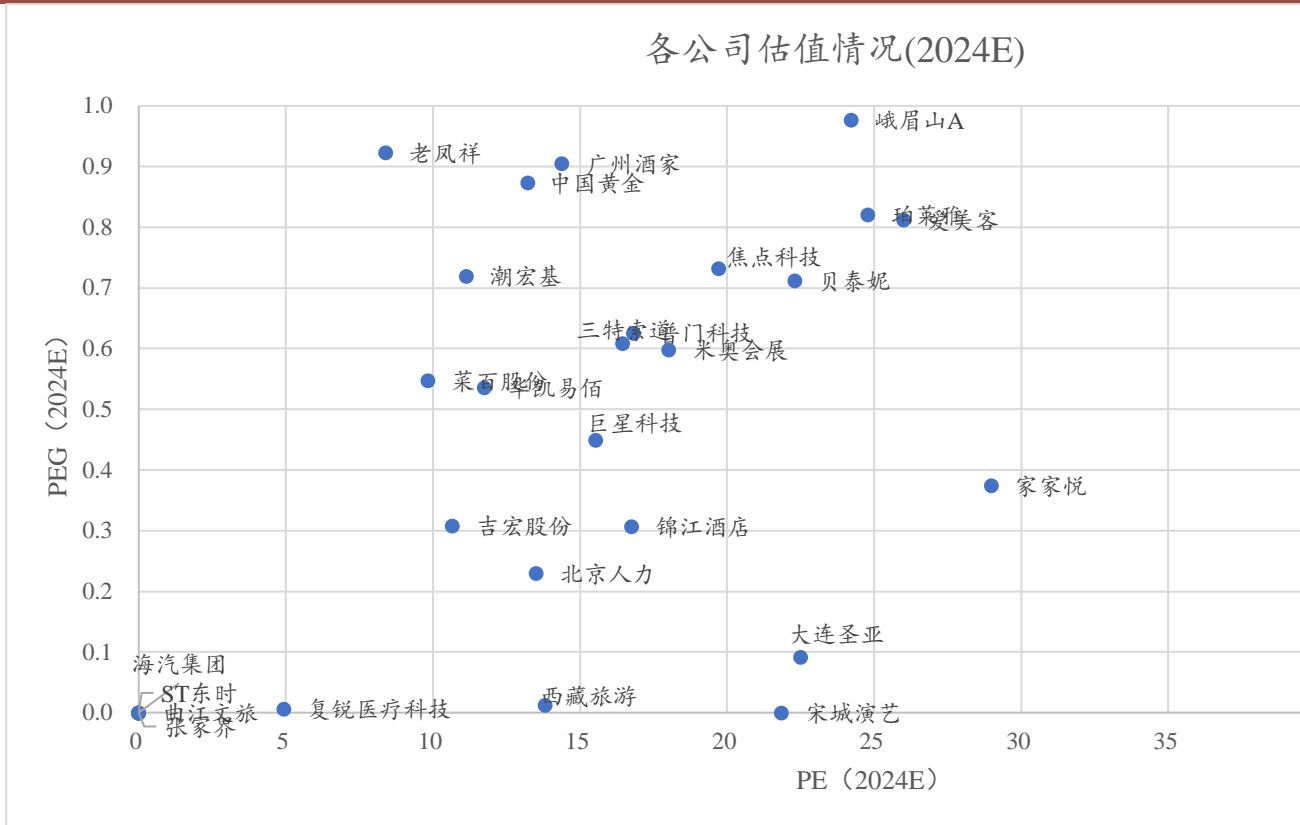
图33.商贸零售(中信)预测 PE



数据来源：Wind，财通证券研究所

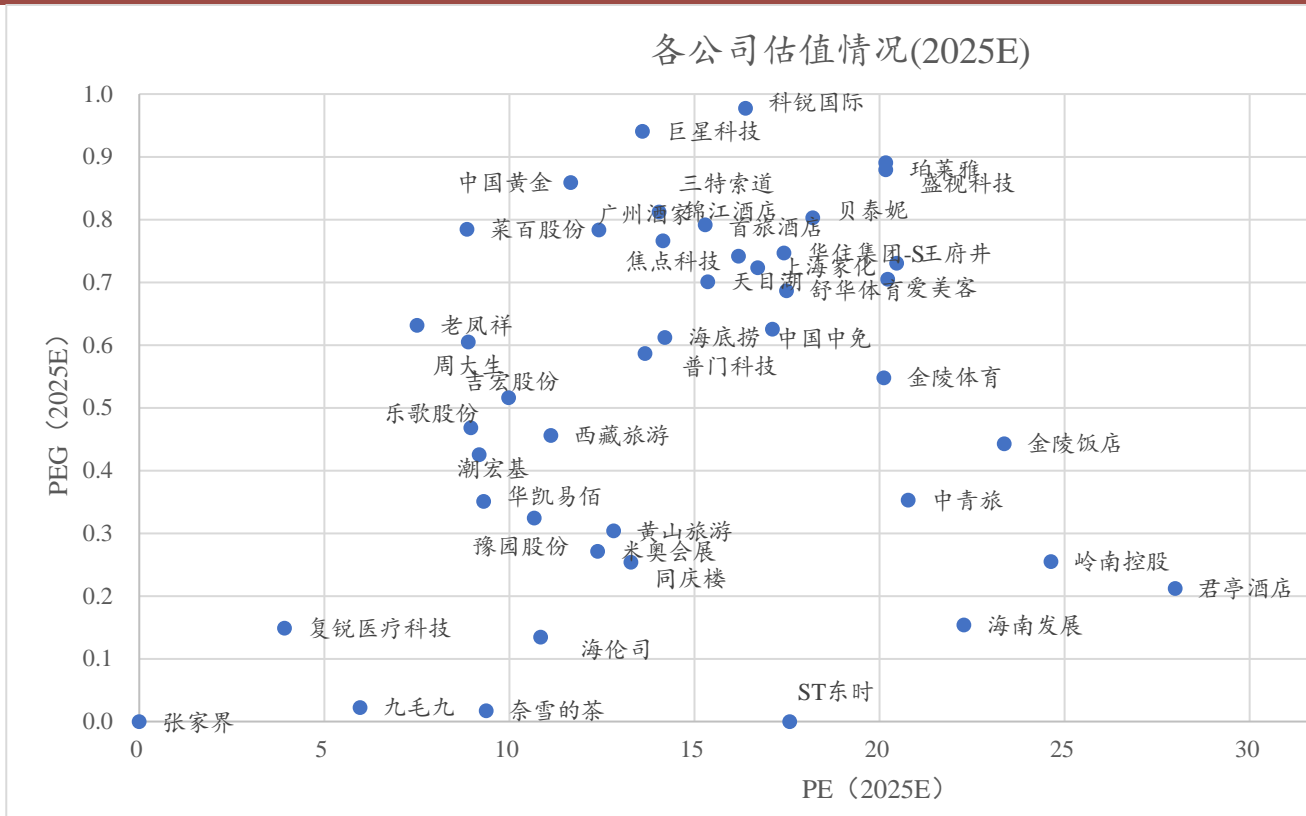
### 3 商社行业估值概览

图34.各公司估值情况 (2024E)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图35.各公司估值情况 (2025E)

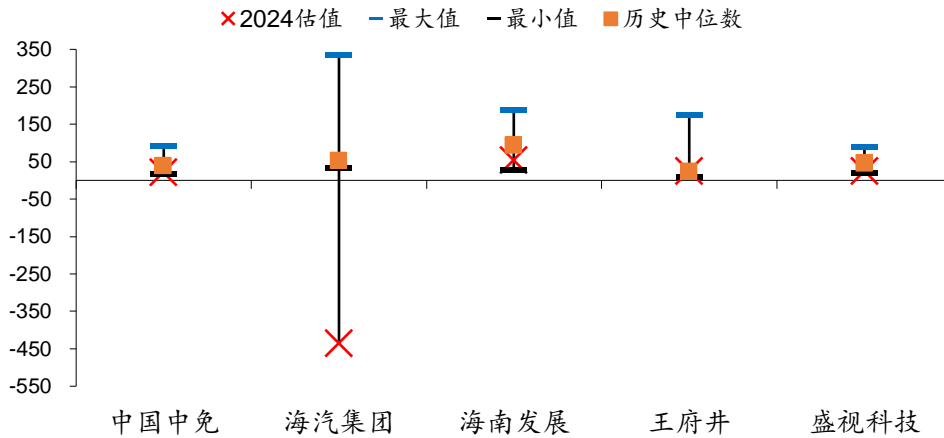


数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 4 附录：本周商社各子版块覆盖标的估值变化趋势

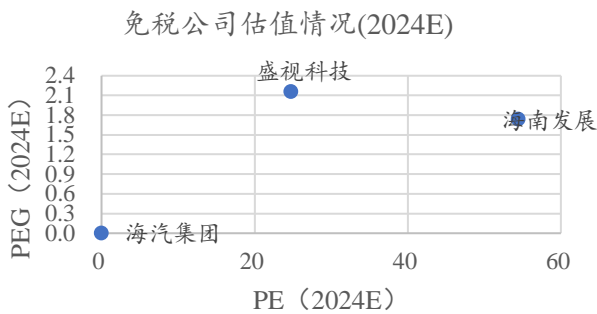
### 4.1 免税行业相关标的估值情况

图36.免税行业估值情况（2024E）



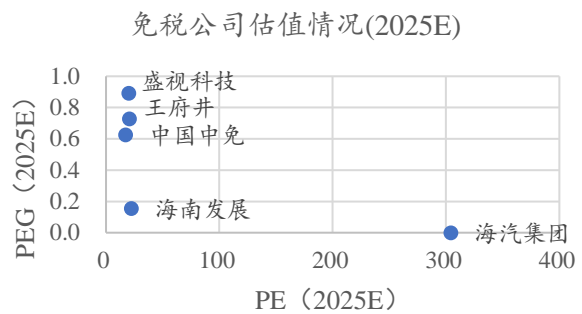
数据来源：Wind，财通证券研究所

图37.免税估值（2024E）



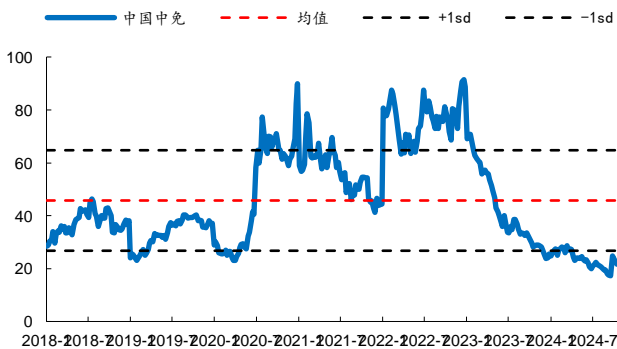
数据来源：Wind，财通证券研究所

图38.免税估值（2025E）



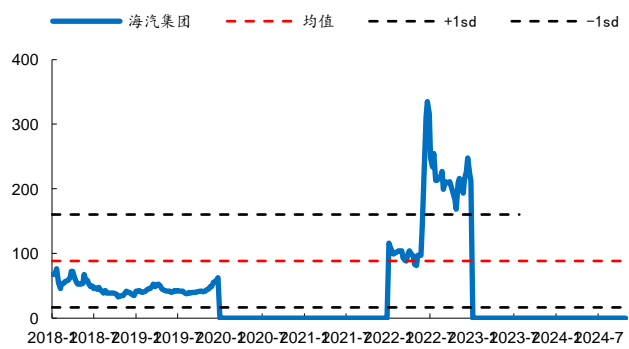
数据来源：Wind，财通证券研究所

图39.中国中免估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

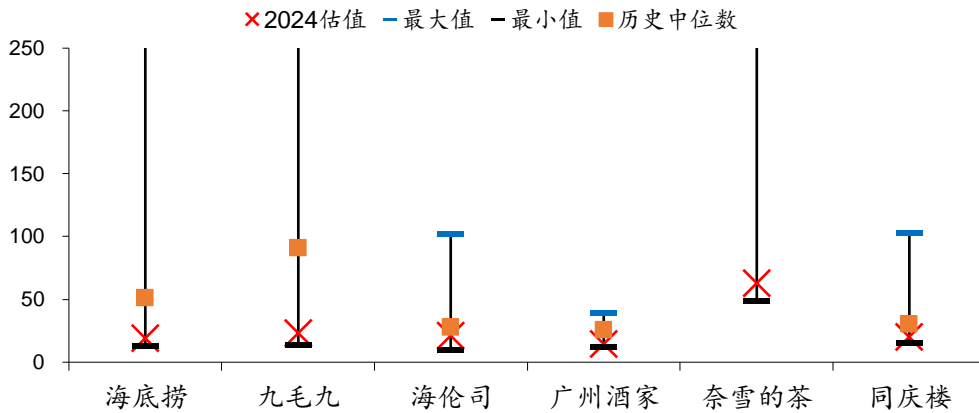
图40.海汽集团估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

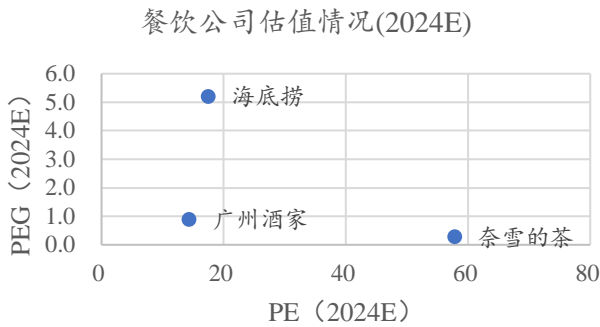
### 4.2 餐饮行业相关标的估值情况

图41.餐饮行业估值情况 (2024E)



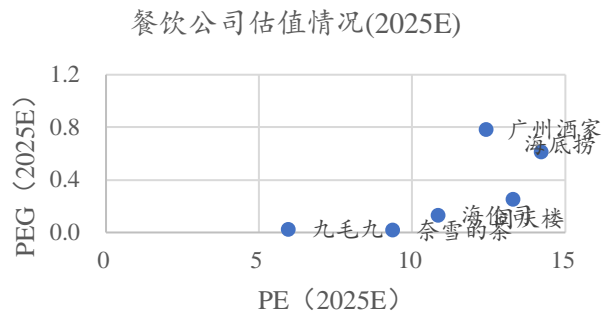
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图42.餐饮估值 (2024E)



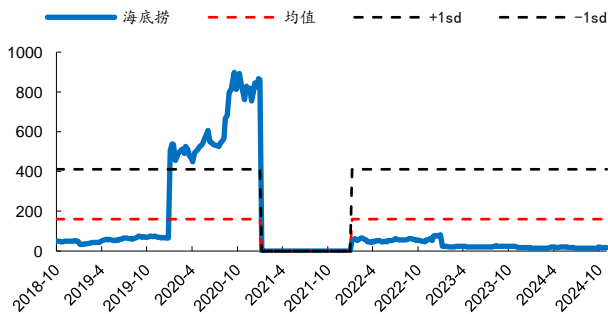
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图43.餐饮估值 (2025E)



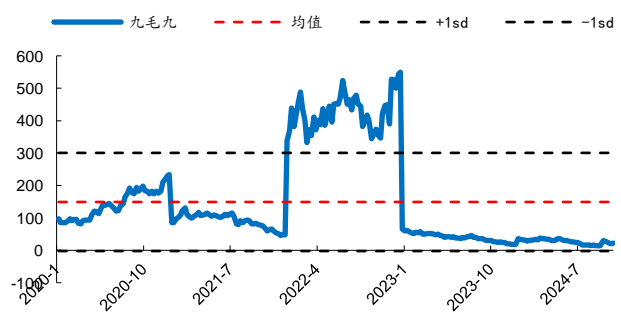
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图44.海底捞估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

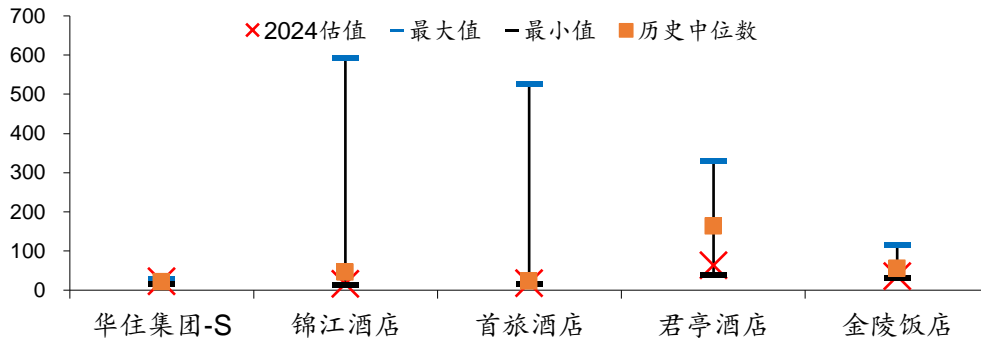
图45.九毛九估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

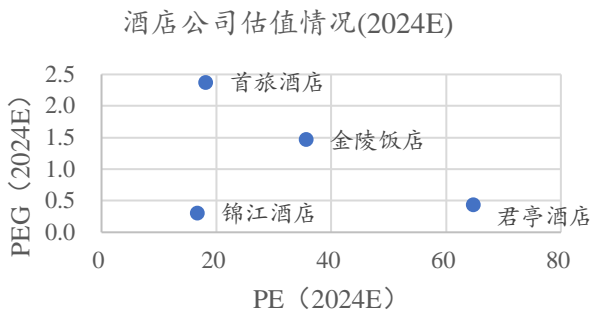
### 4.3 酒店行业相关标的估值情况

图46.酒店行业估值情况 (2024E)



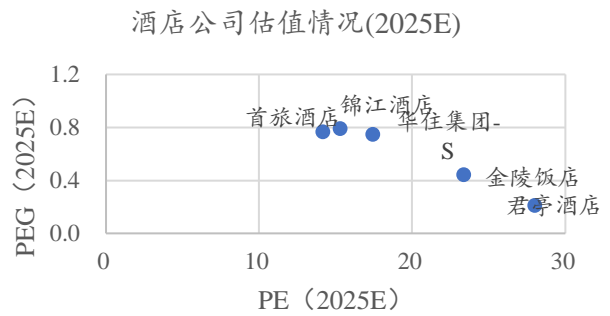
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图47.酒店估值 (2024E)



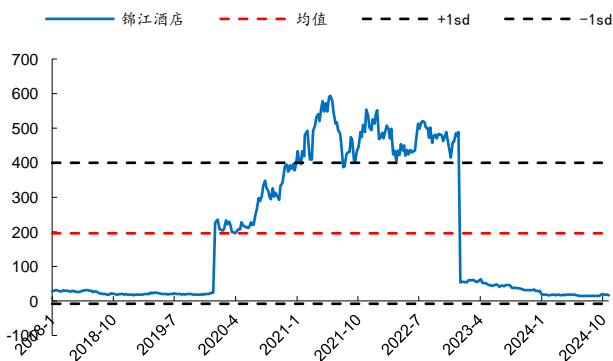
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图48.酒店估值 (2025E)



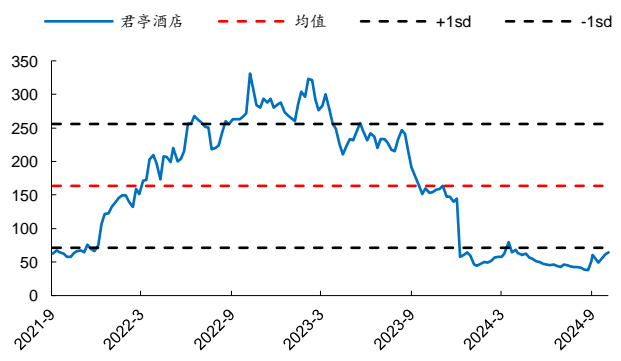
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图49.锦江酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

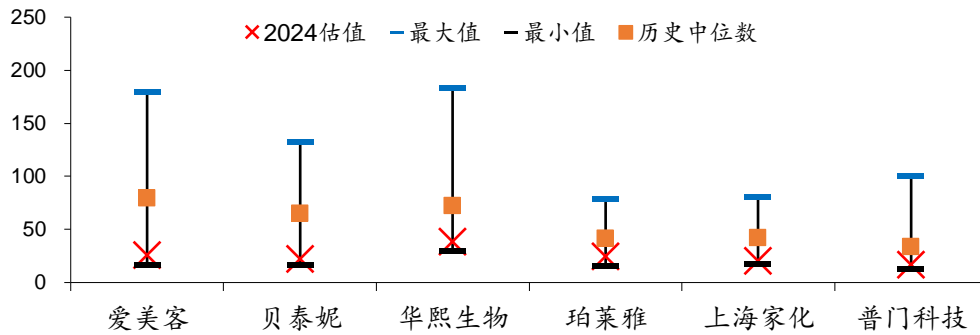
图50.君亭酒店估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

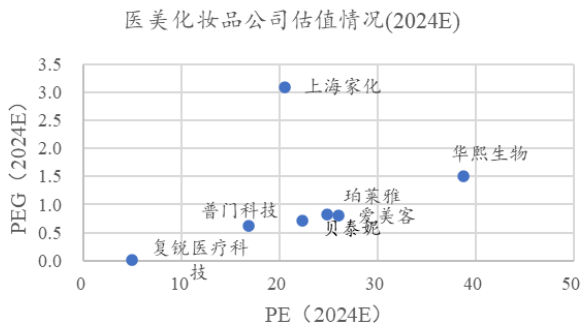
#### 4.4 医美化妆品行业相关标的估值情况

图51.医美化妆品行业估值情况（2024E）



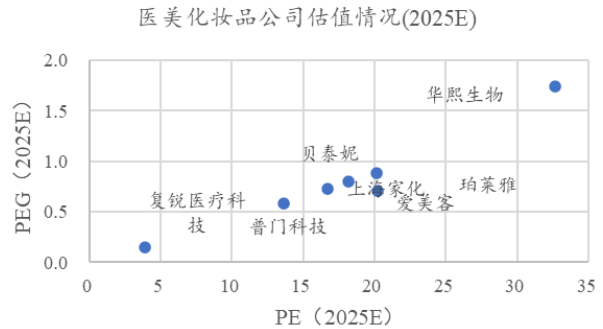
数据来源：Wind，财通证券研究所

图52.医美化妆品估值（2024E）



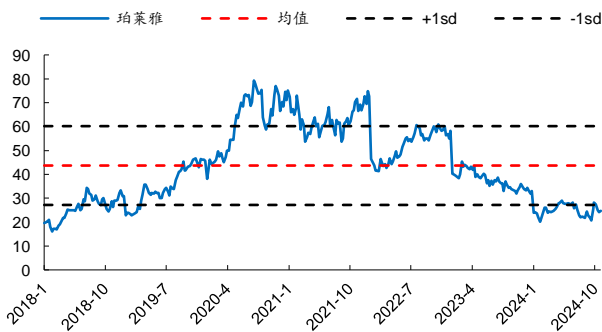
数据来源：Wind，财通证券研究所

图53.医美化妆品估值（2025E）



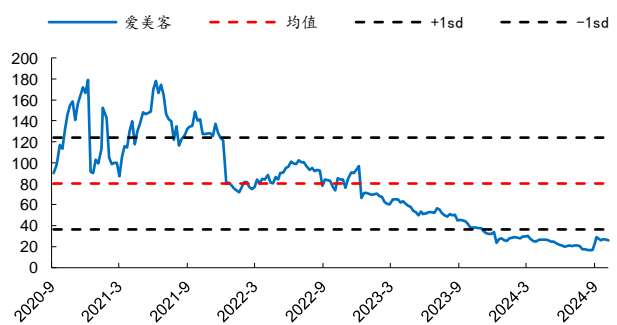
数据来源：Wind，财通证券研究所

图54.珀莱雅估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

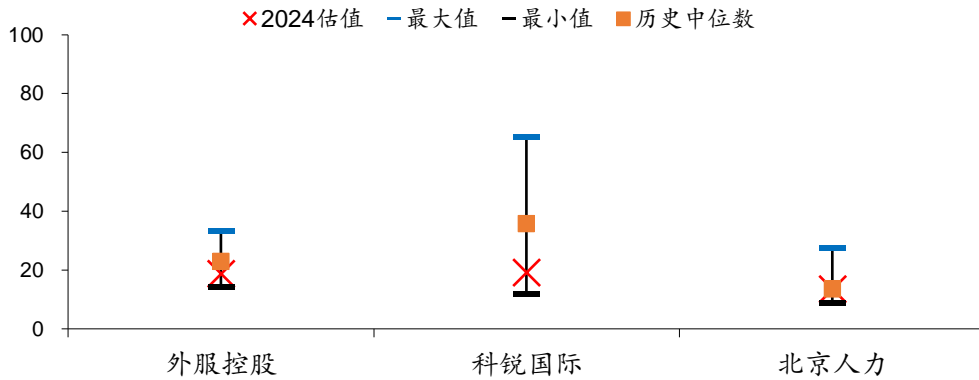
图55.爱美客估值变化趋势



数据来源：Wind，财通证券研究所

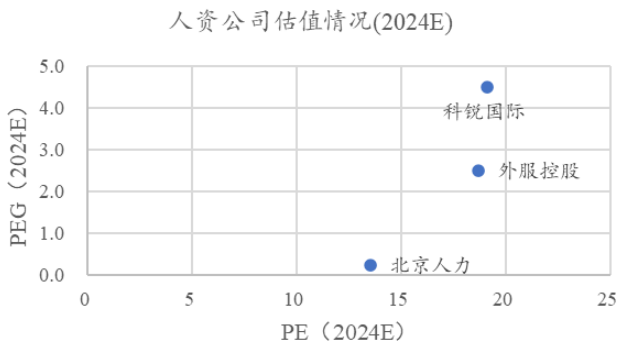
4.5 人服行业相关标的估值情况

图56.人服行业估值情况 (2024E)



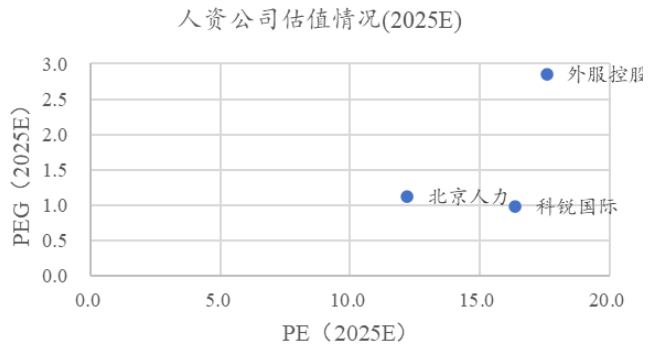
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图57.人服估值 (2024E)



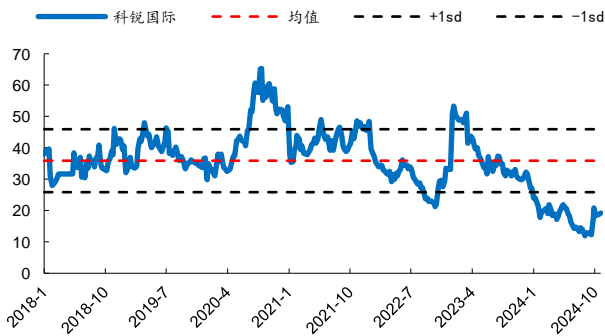
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图58.人服估值 (2025E)



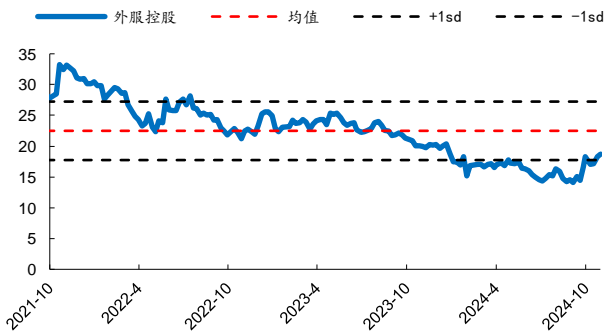
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图59.科锐国际估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

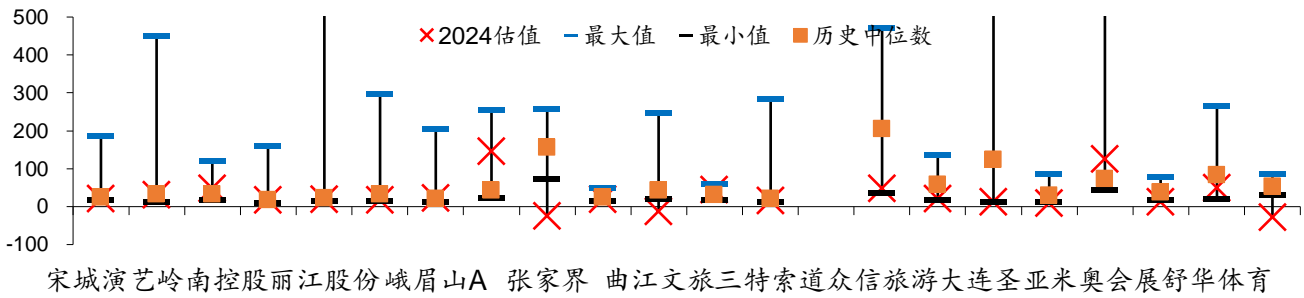
图60.外服控股估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

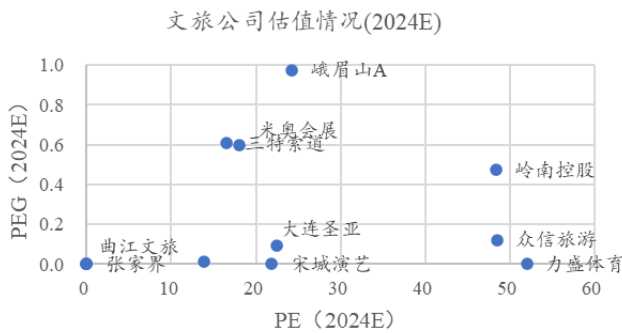
### 4.6 文旅行业相关标的估值情况

图61.文旅行业估值情况 (2024E)



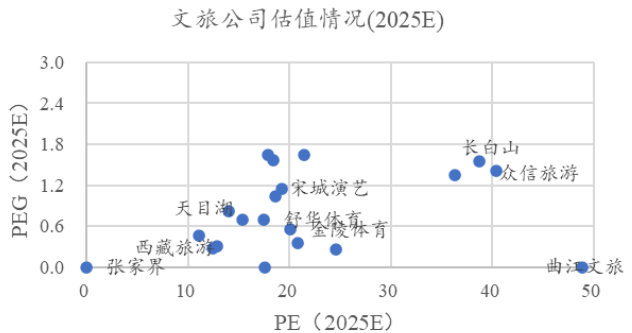
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图62.文旅估值 (2024E)



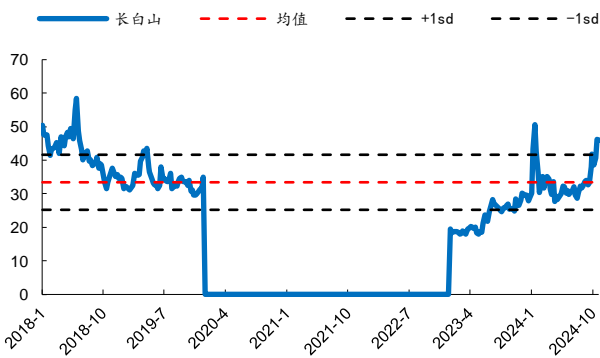
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图63.文旅估值 (2025E)



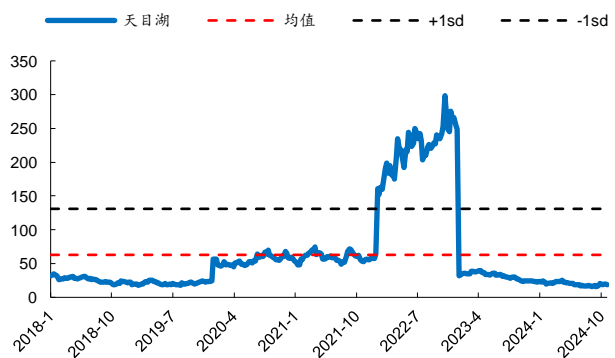
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图64.长白山估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

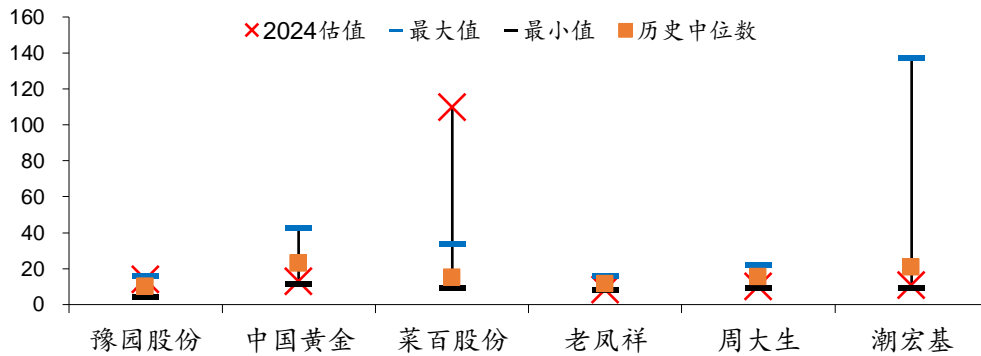
图65.天目湖估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

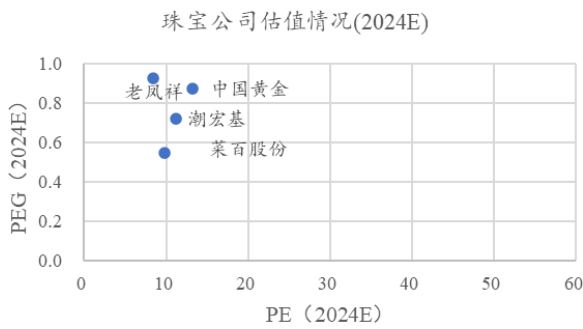
4.7 珠宝行业相关标的估值情况

图66.珠宝行业估值情况 (2024E)



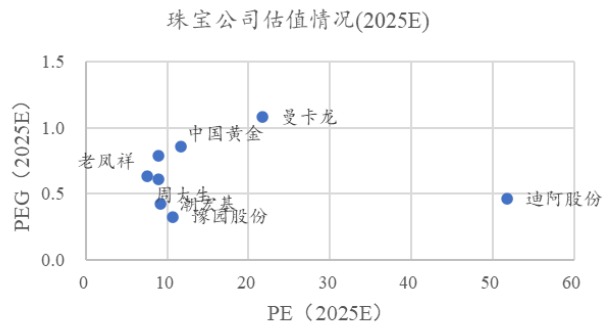
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图67.珠宝估值 (2024E)



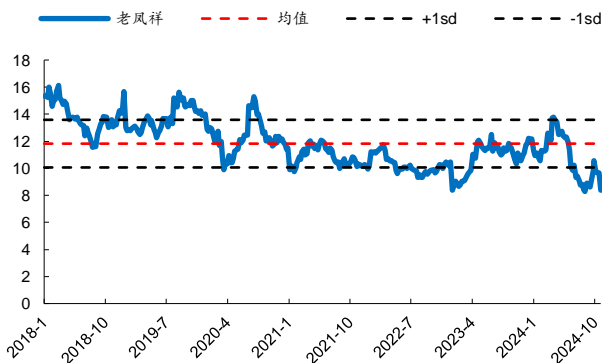
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图68.珠宝估值 (2025E)



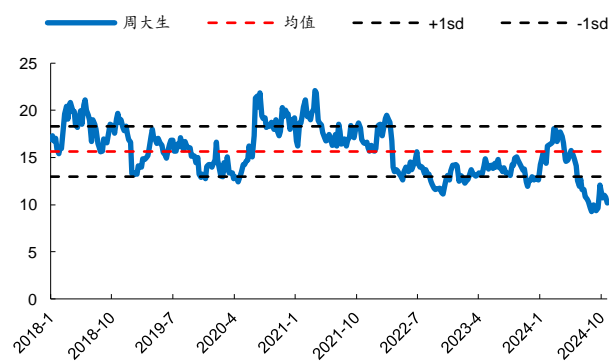
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图69.老凤祥估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

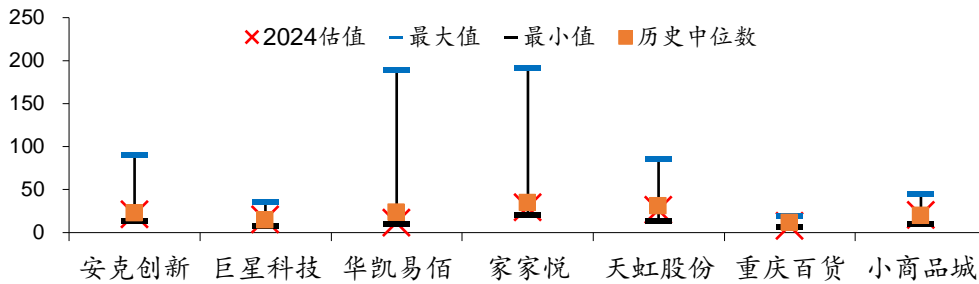
图70.周大生估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

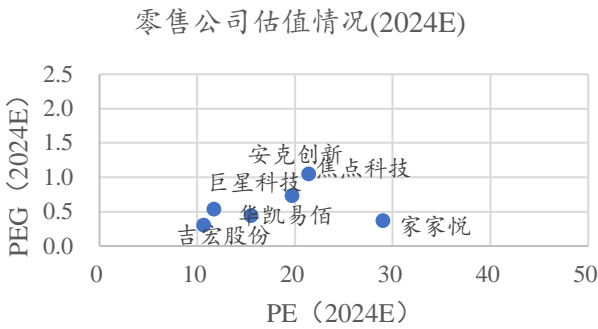
### 4.8 零售行业相关标的估值情况

图71.零售行业估值情况 (2024E)



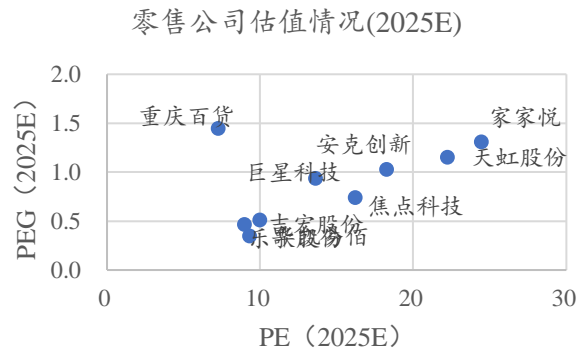
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图72.零售估值 (2024E)



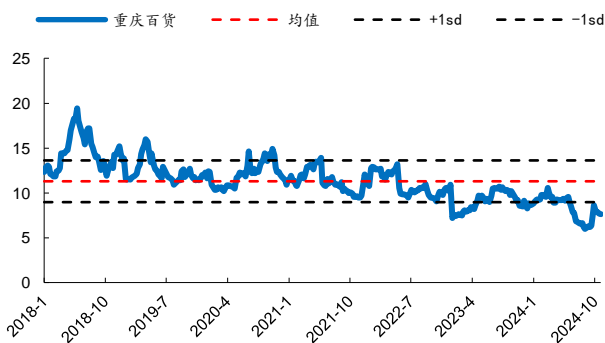
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图73.零售估值 (2025E)



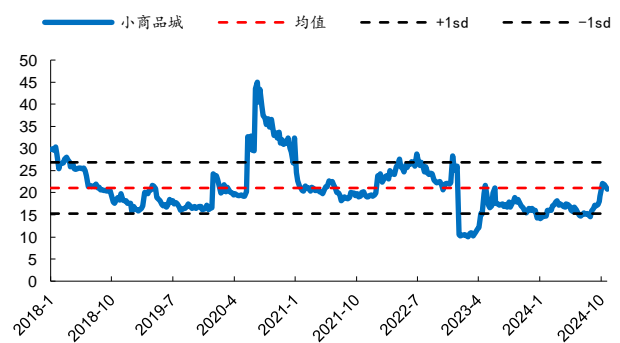
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图74.小商品城估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图75.重庆百货估值变化趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 5 风险提示

**宏观经济波动：**若经济形势、财政政策等出现变动，将直接或间接影响居民收入以及财富水平，从而进一步影响居民消费决策；

**居民消费意愿恢复不及预期：**消费信心是居民消费行为的一大决定因素，倘若居民消费意愿恢复不及预期，消费板块公司业绩增速将有一定程度承压；

**行业竞争加剧：**行业竞争加剧会一定程度上改变行业内部竞争格局，部分企业可能面临失速或者出清风险。

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。