中美酒店龙头近期股价分化成因初探

社服周随笔 01

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 社会服务行业
报告发布日期 2026 年 06 月 15 日



证券分析师
张鲁 执业证书编号：S0860526060001
zhanglu1@orientsec.com.cn
010-66210535
李耀 执业证书编号：S0860525100001
香港证监会牌照：BXH218
liyao@orientsec.com.cn
021-63326320

核心观点

- **2026 年以来，中美酒店龙头股价走势&估值水平持续分化。**2026 年初至今，万豪国际、希尔顿酒店分别涨 27%/18%，市值创下历史新高，同期华住集团/亚朵/锦江酒店/首旅酒店涨跌幅分别为-5%/-13%/-21%/-24%相较承压。从动态估值水平看，目前美股酒店龙头 PE 估值中枢普遍 35-40x，同期国内龙头 PE 估值区间仅 15-20x。
- **行业景气度并非龙头估值差异的主要成因。RevPAR**，万豪/希尔顿 2025 年全球整体 RP 分别+2%/+0.4%，2026Q1 分别为+4.2%/+3.6%；国内酒店龙头 RevPAR 自 25Q4 也逐渐转正，2026Q1 同比增长提速持续验证拐点。**开店方面**，2026 年万豪/希尔顿预计净增中低个位数整体稳健，华住/亚朵门店扩张较快，首旅/锦江相对稳健。整体而言中美酒店龙头处于经营稳步复苏趋势中，经营环境类似。
- **美股酒店龙头估值溢价源于更加多元的成长逻辑。**传统的酒店龙头增长锚定于"RevPAR+净开店"公式，经营数据与 RevPAR、开店（宏观环境）直接相关。**而美股酒店龙头的增长模式为 RevPAR + 净开店 + 会员生态 + 金融合作收入多轮驱动，且我们观察到后两个指标（非 RevPAR 收入项）正在成为龙头的新增长引擎。**
- 以万豪酒店 2025 财年数据为例，公司实现毛费用收入 54.38 亿美元，同增 5.2%，其中联名信用卡费收入 7.16 亿美元，同增约 8.0%，该分部收入正在成为万豪酒店新的增长引擎。信用卡费收入顾名思义，信用卡商为获取万豪约 2.8 亿会员的消费数据和品牌背书，向万豪支付“流量费”。持卡人即便不住酒店，日常消费（加油、网购、餐饮）仍可为万豪创收。公司在投资日上提及，2026-2028 年，公司非 RevPAR 费用收入增速（信用卡费+品牌授权+住宅费等 CAGR>10%）会快于整体增速，美股龙头主动降低对 RevPAR 的依赖以更好的穿越经济周期。
- **参考美股酒店龙头的成功经验，美股酒店龙头的高估值并非来自更高的 RevPAR 增速，而是根植于其将会员体系从"经营工具"升级为"可独立变现的金融资产"的能力，酒店龙头的终极形态是在开更多酒店的同时，让酒店成为流量入口，在入口之上建立多元化的收费生态，过往亚朵新零售业务的成功其实也印证了这一点。**未来国内酒店龙头若能陆续完成这一模式的进化转变，我们相信国内酒店龙头也将有望突破传统周期股估值限制，实现更长维度周期的确定性增长，对应资本市场也有望享受更高的估值溢价。

投资建议与投资标的

前期受市场持续担忧高油价抬升出行成本、压制居民出游意愿加科技板块资金虹吸效应，板块基金持仓已降至历史低位。端午小长假在即，暑期长线避暑、亲子游旺季紧随而至，燃油附加税下调背景下出行链情绪有望修复，叠加新监管思路下的资金配置再平衡需求，我们建议把握板块结构性配置机会，**短期重点提示受益于出行旺季的酒店、细分景区龙头以及防御风格的红利属性个股， 相关标的**：首旅酒店(600258，买入)、华住集团-S(01179，未评级)、三峡旅游(002627，未评级)、长白山(603099，未评级)、行动教育(605098，未评级)；**中长期维度建议逢低配置超跌龙头，相关标的**：百胜中国(09987，未评级)、古茗(01364，未评级)、携程集团-S(09961，未评级)、中国中免(601888，买入)、海底捞(06862，未评级)、蜜雪集团(02097，未评级)、宋城演艺(300144，买入)。

风险提示

宏观不及预期、股东减持、食品安全风险、异地扩张进度不及预期、政策监管风险等

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

周随笔 01：中美酒店龙头近期股价分化成因初探.....4
板块复盘：消费者服务板块跑输大盘 1.7pct.....6
投资建议.....8
风险提示.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：报告期（6.1-6.12）中信消费者服务指数跑输沪深 300.....6

表 1：2026 年以来美股酒店龙头股价持续创历史新高.....4
表 2：中美酒店龙头核心经营数据概览.....4
表 3：2025 财年万豪酒店毛费收入（Fee Revenue）构成拆解.....5
表 4：板块涨跌幅前十名股票（6.1-6.12）.....6
表 5：未来 1 个月社服标的股东大会信息.....7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

周随笔 01：中美酒店龙头近期股价分化成因初探

2026 年以来，中美酒店龙头股价走势、估值水平持续分化。2026 年以来，万豪国际、希尔顿酒店分别涨 27%/18%，**股价持续创下上市以来新高**，同期华住集团/亚朵/锦江酒店/首旅酒店涨跌幅分别为-5%/-13%/-21%/-24%，短期股价走势相对偏弱。从最新估值水平看，**龙头酒店间估值水平也存在明显差异**，美股酒店龙头 PE 估值水平约 35-40x 居高位，同期国内酒店龙头 PE 估值处低位区间约 15-20x。

拉长时间维度看， **2019 年至今，**万豪国际、希尔顿酒店累计涨幅分别达到 171%/212%，同期国内酒店龙头亚朵、华住集团、锦江酒店、首旅酒店区间涨跌幅分别为 174%/26%/-27%/-39%，仅亚朵股价表现相对强势。因此，美股酒店龙头的强势并非短期脉冲，而是中长期维度的延续。

表 1：2026 年以来美股酒店龙头股价持续创历史新高

	市值（人民币元）	区间涨跌幅（2019 年底至今）	PE (2026E)	2025 年营收	营收同比	2025 年归母净利润	归母净利润同比
万豪国际 (MARRIOTT INTL)	**7071 亿，历史新高**	**170.9%**	**35.3**	**261.86 亿美元**	**4.3%**	**26.01 亿美元**	**9.5%**
希尔顿酒店 (HILTON)	**5313 亿，历史新高**	**212.2%**	**40.7**	**120.39 亿美元**	**7.7%**	**14.57 亿美元**	**-5.1%**
华住集团-S	923 亿，高位震荡，近期有所回调	25.6%	17.4	253.07 亿元	5.9%	50.90 亿元	63.46%
亚朵	308 亿，股价高位震荡，略有回调	173.6%	15.1	97.9 亿元	35.1%	16.21 亿元	27.1%
锦江酒店	209 亿，股价处于筑底阶段	-27.0%	18.0	138.1 亿元	-1.8%	9.25 亿元	1.6%
首旅酒店	142 亿，股价处于筑底阶段	-38.9%	15.2	76.1 亿元	-1.9%	8.11 亿元	0.6%

数据来源：wind，东方证券研究所

行业景气度并非龙头估值差异的主要成因。RevPAR 方面，万豪/希尔顿 2025 年全球分别+2%/+0.4%，2026Q1 分别为+4.2%/+1%~2%；国内龙头 2025 年普遍负增长，2025Q4 逐渐转正，2026Q1 持续验证经营拐点。**开店速度方面**，万豪/希尔顿净增计划约 4.5%-7%属稳态扩张，华住/亚朵门店增速较快，首旅/锦江相对稳健。

表 2：中美酒店龙头核心经营数据概览

公司	2025 全年 RevPAR 同比	2026Q1RevPAR 同比	2026 年开店规划/指引
万豪	+2.0%（全球系统）	+4.2%（全球）；大中华区+6%	净客房增长 4.5%-5.0%
希尔顿	+0.4%（全球系统）	+3.6%	净客房增长 6%-7%
华住	整体 RevPAR -1.3% 25Q4 转正+2.0%	整体 RevPAR+3.0%	全年净开店 1600 家
亚朵	整体 RevPAR-3.3%;25Q4 RevPAR-0.4%	整体 RevPAR+2.4%	预计 500 家
锦江	境内有限服务 RevPAR -2.95%；25Q4 RevPAR+0.14%	境内有限服务 RevPAR+3.7%	全年计划新开约 1200 家，净开 700-800 家

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

首旅	不含轻管理 RevPAR 同比约-2.7%；全口径 RevPAR-3.4%;25Q4 RevPAR+0.0%	不含轻管理 RevPAR+1.7% 全口径 RevPAR+0.8%	计划新开 1600-1700 家

数据来源：公司公告，东方证券研究所

美股酒店龙头的高估值源于更多元的增长逻辑。传统的酒店龙头增长锚定于"RevPAR+净开店"公式，若行业供给端、需求端变化导致 RevPAR 阶段增速受影响，最终报表增长均会受到影响。**而美股酒店龙头的增长模式则依靠 RevPAR + 净开店 + 会员生态 + 金融合作收入四轮驱动，其中与 RevPAR 脱敏的后两个指标逐渐成为新的增长引擎**。

以万豪酒店 2025 财年数据为例，如下图所示，2025 财年万豪酒店毛收入 54.38 亿美元，同增 5.2%，其中基础管理费、激励管理费以及特许经营费/加盟费与酒店的 RevPAR 有不同程度相关性，但万豪酒店 2025 财年实现联名信用卡费 7.16 亿美元，同增约 8.0%，这部分收入正在成为万豪酒店新的增长引擎。**信用卡费顾名思义，信用卡商为获取约 2.8 亿会员的消费数据和品牌背书，向万豪支付”流量费”。持卡人即便不住酒店，日常消费（加油、网购、餐饮）仍为万豪创收。据公司 2025 年财报会议，万豪 2026 年拟进一步提升信用卡的使用费率，公司在投资日上也提及，2026-2028 年，非 RevPAR 费用收入增速（信用卡费+品牌授权+住宅费等 CAGR>10%）会快于整体增速，美股龙头正在主动降低对 RevPAR 的依赖**。

表 3：2025 财年万豪酒店毛费收入（Fee Revenue）构成拆解

类型	2025 年收入（亿美元）	同比增速	占毛费收入比	与 RevPAR 关系	机制说明
基础管理费	13.22	2.6%	24.3%	强正相关	按酒店总营收的固定费率（2%-4%）抽成，在管门店规模基本平稳
激励管理费(IMF)	7.91	2.9%	14.5%	强正相关且弹性最大	按酒店经营利润(GOP) × 浮动费率（8%-12%）抽成，需超过业主门槛回报才触发；经营景气度高时收益会大幅上涨，差时则有可能归零
特许经营/加盟费	33.25	6.8%	61.1%	正相关但有缓冲	按加盟店客房收入 × 费率（4.5%-6%）+预订系统费+营销基金费；门店净增可部分对冲 RevPAR 下滑
其中：联名信用卡费	7.16	8.0%	13.2%	完全不相关	Chase/Amex 为获取 Bonvoy 2.71 亿会员数据和品牌背书支付的"流量费"；持卡人日常消费（加油、网购、餐饮）即产生收入，与酒店入住率无关
毛收入	54.38	5.2%	100.0%		

数据来源：公司公告，东方证券研究所　注：万豪酒店收入中剔除了 Cost Reimbursements（成本报销收入），该科目本质为代收代缴科目

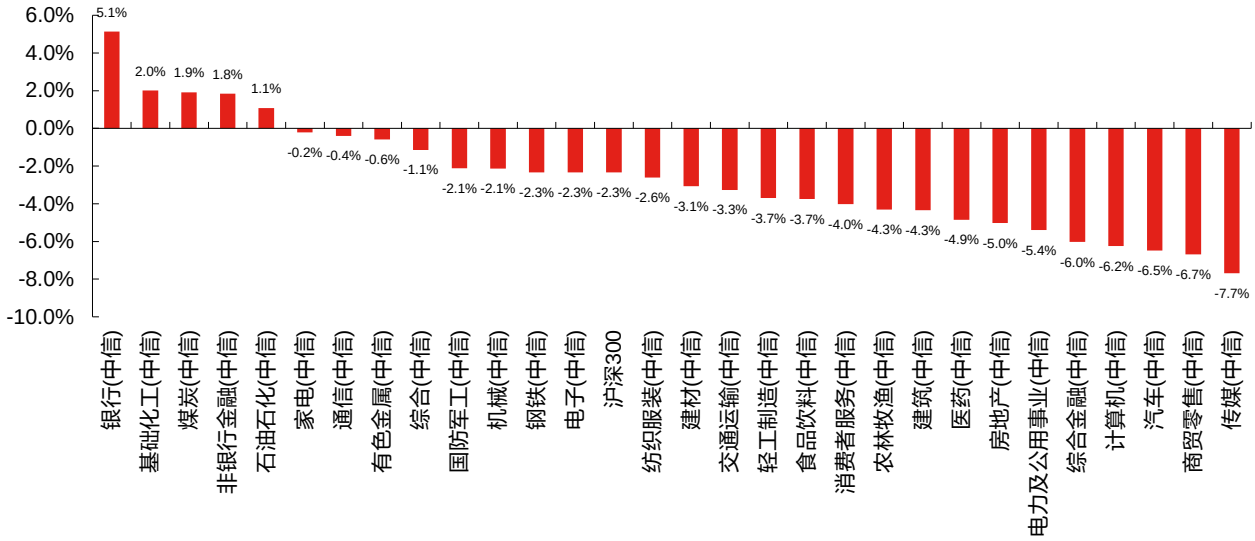
综上所述，美股酒店龙头的高估值并非来自更高的 RevPAR 增速，而是根植于它们将会员体系从"经营工具"升级为"可独立变现的金融资产"的能力的估值溢价。万豪酒店的成功说明酒店公司的终极形态或许不是开更多酒店，而是让酒店成为流量入口，在入口之上建立多元化的收费生态，过去几年亚朵新零售业务的成功其实也说明了这一点。未来国内酒店龙头若能陆续完成这一模式跃迁，我们相信国内酒店龙头也将有望突破周期股估值限制，实现更长维度周期的确定性增长，资本市场也有望享受更高的估值溢价。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

板块复盘：消费者服务板块跑输大盘 1.7pct

图 1：报告期（6.1-6.12）中信消费者服务指数跑输沪深 300



数据来源：wind，东方证券研究所

表 4：板块涨跌幅前十名股票（6.1-6.12）

本周涨幅前十		本周跌幅前十	
公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
海伦司	29.17%	中体产业	-25.44%
曹操出行	26.23%	粉笔	-20.31%
兰生股份	15.38%	高途集团	-17.42%
奈雪的茶	15.15%	中公教育	-14.46%
同道猎聘	12.53%	思考乐教育	-14.29%
大连圣亚	10.11%	豆神教育	-13.88%
西藏旅游	9.45%	华图山鼎	-12.59%
方直科技	7.97%	希教国际控股	-12.34%
天府文旅	6.93%	海汽集团	-12.07%
海昌海洋公园	6.76%	世纪鼎利	-11.99%

数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：未来 1 个月社服标的股东大会信息

名称	会议日期	召开地点
云南旅游	2026-06-30	云南省昆明市盘龙区世博生态城低碳中心 B 栋 1 单元 17 楼会议室
海昌海洋公园	2026-06-30	上海市闵行区红松东路 1116 号 3 号行政楼 10 楼
圣贝拉集团	2026-06-30	中国浙江省杭州市萧山区建设二路 666 号信息港六期 6 幢 2 层
携程集团-S	2026-06-30	30RafflesPlace,#29‐01,Singapore048622
ST 豆神	2026-06-29	北京市海淀区东北旺西路 8 号院 25 号楼豆神教育集团一层会议室
绿茶集团	2026-06-26	中国浙江省杭州市西湖区晴川街 369 号云起中心 2 栋 3 楼 1 号会议室
中国中免	2026-06-26	北京市朝阳区新源西里中街 18 号渔阳饭店会议厅
西藏旅游	2026-06-26	河北省廊坊市经济技术开发区友谊路(会展中心北行 200 米)艾力枫社国际广场 E 座三楼 300 会议室
科德教育	2026-06-26	江苏省苏州市相城区黄埭镇春申路 989 号(科德教育会议室)
美团-W	2026-06-26	中国北京市朝阳区望京东路 4 号 A 座 1 楼南会议区美团展示中心（北京）
蜜雪集团	2026-06-26	中国河南省郑州市郑东新区圃田西路与动力南路交叉口东南角蜜雪集团办公楼 A 栋 7 楼会议室
中国中免	2026-06-26	北京市朝阳区新源西里中街 18 号渔阳饭店会议厅
华住集团-S	2026-06-26	中华人民共和国上海市嘉定区丰华路 1299 号
粉笔	2026-06-26	香港中环康乐广场 1 号怡和大厦 1606-08 室
BOSS 直聘-W	2026-06-25	中国北京朝阳区七圣中街 12 号新云南皇冠假日酒店 2 层
遇见小面	2026-06-25	中国广东省广州市海珠区新港东路 1226 号 26 楼
外服控股	2026-06-25	上海市博成路 850 号上海世博展览馆 B2 层 6 号会议室
长白山	2026-06-25	长白山旅游股份有限公司三楼会议室
*ST 西旅	2026-06-24	西安市曲江新区西影路 508 号西影大厦 3 层公司会议室
奈雪的茶	2026-06-24	中国深圳市宝安区宝兴路华侨城瑞湾府 4 楼霸气会议室
沪上阿姨	2026-06-24	中国上海市虹口区海伦路 440 号金融街（海伦）中心 A 座 5 楼会议室
首旅酒店	2026-06-23	北京市西城区复兴门内大街 51 号民族饭店十一层会议室
味千(中国)	2026-06-23	香港数码港道 100 号香港数码港艾美酒店 3 楼南坊 2
东方甄选	2026-06-23	北京办事处中国北京市海淀区中关村 E 世界财富中心 A 座 6 层 610 室
古茗	2026-06-22	中国浙江省杭州市萧山区博学路 618 号科创中心 A 座 5 楼
思考乐教育	2026-06-18	中华人民共和国深圳市罗湖区深南东路 1001 号深润大厦 43 楼
名创优品	2026-06-18	香港新界荃湾杨屋道 88 号 Plaza88 之 35 楼 B-D 室
盛通股份	2026-06-17	北京市北京经济技术开发区经海三路 18 号北京盛通印刷股份有限公司五楼会议室
海南机场	2026-06-16	海南省海口市互联网金融大厦 C 座会议室
中国新华教育	2026-06-16	中华人民共和国（「中国」）安徽省合肥市望江西路 555 号安徽新华学院科研办公楼 9 楼会议室
圣贝拉集团	2026-06-16	中国浙江省杭州市萧山区建设二路 666 号信息港六期 6 幢 2 层
交个朋友控股	2026-06-16	中国（浙江）自由贸易试验区杭州市滨江区长河街道秋溢路 601 号 5 号楼
同程旅行	2026-06-16	中国江苏省苏州工业园区月亮湾路 8 号苏州福朋喜来登酒店 2 楼拙政会议室
西域旅游	2026-06-15	新疆阜康市准噶尔路 229 号公司四楼会议室
交运股份	2026-06-15	上海市徐汇区零陵路 800 号久事体育大厦三楼会议中心

数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

前期受市场持续担忧高油价抬升出行成本、压制居民出游意愿，叠加科技板块资金虹吸效应，板块基金持仓已落至历史低位。端午小长假在即，暑期长线避暑、亲子游旺季紧随而至，燃油附加税下调背景下出行链情绪有望修复，叠加新监管思路下的资金配置再平衡需求，我们建议把握板块结构性配置机会，**短期重点提示受益于出行旺季的酒店、细分景区龙头以及防御风格的红利属性个股，相关标的**：首旅酒店(600258，买入)、华住集团-S(01179，未评级)、三峡旅游(002627，未评级)、长白山(603099，未评级)、行动教育(605098，未评级)；中长期维度建议逢低配置超跌龙头，相关标的：百胜中国(09987，未评级)、古茗(01364，未评级)、携程集团-S(09961，未评级)、中国中免(601888，买入)、海底捞(06862，未评级)、蜜雪集团(02097，未评级)、宋城演艺(300144，买入)。

风险提示

宏观恢复不及预期、股东减持、政策支持力度不及预期、食品安全风险、供给格局优化不及预期、异地扩张进度不及预期、政策监管风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。