

社会服务行业深度报告

服务消费深度研究-旅游景区&商超百货：量化投资风格与政策促进方向的共振

增持（维持）

2026 年 01 月 07 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- **旅游景区&商超百货公司的资产特殊性：**旅游景区&商超百货公司，其资产较重，重置成本较高，但其利润表表现相应没那么强，同时满足“资产重置价值较高”但“利润增长较低”两个条件，其资产是具备相当特殊性的，另一方面，旅游景区&商超百货公司大部分为国资背景，其资产安全边际较强。
- **旅游景区&商超百货公司符合量化投资审美的特点：**旅游景区&商超百货公司的一些特殊特点，我们认为是符合量化投资的审美，包括：①重置成本高，资产具备较高实际价值，②股价单价较低，③机构持仓较少，④政策持续促进的方向。这些使得旅游景区&商超百货公司的股票，时常会体现出较大的弹性，而其总盈利容量与交易量也较大，可以容纳各种不同的策略。
- **并非只有利润表是“基本面”：**“基本面”通常被认为是“利润表的改善或提升空间”，但实际上，旅游景区&商超百货公司，其资产是有实际的重估价值的，这个重估价值并不能体现在利润表里，但确实也是公司资产的基本面，而这个资产重估的实际价值，在过去时常以实际股权交易案例体现出来，如三江购物，永辉超市等股权交易。
- **“服务消费”政策促进方向的最直接落地场景——旅游景区&商超百货：**自 2023 年以来，多项自上而下政策持续发布，促进消费，政策站位较高，反映自上而下对于消费行业的重视，而消费行业的促进，除消费券&国补等方式外（这种方式的持续性也是一个需要考量的因素），最直接的方式就是推出新的消费模式或新的消费品牌，也就是一般所说的“首发经济”，通过“提供给”的方式实现对于消费的促进，其落地最直接的场景就是在旅游景区&商超百货上，如超市调改，冰雪经济，低空经济，就是典型的首发经济模式，这也是所谓“服务消费促进政策”实质能落地的稀缺的真实场景。
- **投资建议：关注旅游景区&商超百货的四大边际变化方向——股权&管理层&牌照&新经济模式变化：**自上而下政策对于消费促进的方向，叠加符合量化投资审美的特点，旅游景区与商超百货公司，其潜在投资价值被激活的空间较大。而我们持续关注旅游景区&商超百货四大边际变化方向：股权变化，管理层变化，牌照变化，新经济模式变化。推荐：桂林旅游，香港中旅，长白山等，关注三峡旅游，天府文旅，银座股份等。
- **风险提示：**宏观经济波动，市场竞争风险，居民消费习惯变迁等。

行业走势



相关研究

《高教股：低估值硬资产发生了怎样的转变？》

2025-09-14

《连锁餐饮行业框架（一）：规模与格局，逆周期下的连锁化浪潮》

2025-05-28

内容目录

1. 旅游景区&商超百货公司为何符合量化投资审美标准	4
1.1. 商超百货&旅游景区 国企为主的股东背景	4
1.2. 商超百货&旅游景区 普遍高于市值的重置成本	5
1.3. 商超百货&旅游景区 较低的股票单价	6
1.4. 商超百货&旅游景区 符合政策发展促进的方向	7
1.5. 商超百货&旅游景区 较低的机构持仓量	9
1.6. 总结：百货商超/旅游景区符合量化投资审美的稀缺性	10
2. “基本面”并不是只有利润表——“有价值”的多种体现方式	11
3. 政策促进的底层逻辑——首发经济与扩大供给	13
3.1. 2023 年以来，高频出台的“促进消费”刺激政策	13
3.2. “首发经济”与“提供供给”	13
3.3. 低空经济，冰雪经济，超市调改本质上就是首发经济	14
3.4. 海南封关政策也是一种“提供供给”的体现	15
3.5. “促消费”长期持续性可期，“提供供给”是最直接可选的落地方式	16
4. “总涨幅”和“交易量”代表能够实现盈利的总容量	17
5. 主要旅游景区公司数据一览	20
6. 投资建议：关注股权&管理层&牌照&新经济模式四方面变化	21
6.1. 长白山	22
6.2. 三峡旅游	23
6.3. 桂林旅游	25
6.4. 天府文旅	26
6.5. 香港中旅	27
7. 风险提示	29

图表目录

图 1:	上海百联股份旗下商场.....	6
图 2:	长白山天山天池.....	6
图 3:	百货商超自有物业重估价值测算（截至 2025 年 12 月 29 日）.....	11
图 4:	阿里收购三江购物/名创收购永辉超市为商超百货&景区旅游价值重估实例.....	12
图 5:	2023 年以来，各项支持消费政策高频发布.....	13
图 6:	百联股份旗下百货商场，2024 年起引入知名二次元 IP《白色相簿 2》.....	14
图 7:	超市调改，2024-2025 年在全国各地超市品牌广泛推进.....	15
图 8:	2025 年 12 月 18 日封关之后，三亚免税消费额持续破亿.....	16
图 9:	2025 年，江苏足球联赛“苏超”走红出圈.....	17
图 10:	重要景区上市公司基本情况概览（截至 2026 年 1 月 7 日）.....	21
图 11:	公司收入分业务结构（亿元）.....	22
图 12:	火山温泉部落二期项目效果图.....	22
图 13:	沈白高铁规划示意图.....	23
图 14:	沈白高铁沿途站点示意图.....	23
图 15:	公司收入分业务结构（亿元）.....	24
图 16:	省际豪华游轮项目模型.....	25
图 17:	公司收入分业务结构（亿元）.....	25
图 18:	桂林旅游 2020 年-2024 年资产剥离及计提资产减值的情况.....	26
图 19:	公司收入分业务结构（亿元）.....	27
图 20:	毕棚沟景色.....	27
图 21:	主要业务收入拆分（亿港元）.....	28
图 22:	相关景区业务收入拆分（百万港元）.....	28
表 1:	商超百货&旅游景区企业性质.....	4
表 2:	商超百货&旅游景区公司单价（截至 2025 年 12 月 22 日）.....	6
表 3:	2023 年以来，各项支持消费政策高频发布.....	8
表 4:	商超百货&旅游景区机构持股比例较低（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	9
表 5:	A 股旅游景区&百货商超公司交易额情况.....	17
表 6:	旅游景区&商场百货公司的“总涨幅”20210101-20251219.....	19
表 7:	旅游景区&商超百货发生变化的常见四种模式.....	21
表 8:	三峡旅游旗下游轮情况.....	24

1. 旅游景区&商超百货公司为何符合量化投资审美标准

企业性质&重置成本&股票单价&政策方向&机构持仓决定了百货&景区公司受符合量化投资审美标准。旅游景区&商超百货公司一直以来作为一个特殊的存在，似乎看上去营收利润等指标，多年来变化比较有限，但股价时常在短时间内体现出快速上涨，我们认为，景区和百货的一些特点，是很稀缺的，使得其非常符合量化投资的审美标准。接下来我们将从：企业性质（国企为主），重置成本（较高），股票单价（较低），符合政策刺激方向（持续政策刺激），机构持仓（较低），五个方向进行论述。我们选取 A 股上市的、以商超百货和旅游景区为主的 92 家零售和社服公司，进行多维度的数据对比。

1.1. 商超百货&旅游景区|国企为主的股东背景

在商超百货与旅游景区的 92 家公司中，45 家是地方国企，4 家是央企，1 家是集体企业，还有 4 家公众企业，如重庆百货属于公众企业，但也有国资背景，相当于大部分的百货和景区企业，都是国资的背景（旅游景区更是 80%以上都是国资背景），而国资的背景，对于企业的长期风险把控，都有很重要的意义，也是量化投资在风控角度上，很重视的一点，国企为主的主要特点，使得百货和景区公司具备着较强的安全属性。

表1：商超百货&旅游景区企业性质

序号	公司	企业性质	序号	公司	企业性质
1	天虹股份	央企	47	永辉超市	公众企业
2	中国中免	央企	48	深赛格	地方国企
3	云南旅游	央企	49	农产品	地方国企
4	中青旅	央企	50	合百集团	地方国企
5	茂业商业	外资企业	51	通程控股	地方国企
6	博士眼镜	外资企业	52	武商集团	地方国企
7	华联股份	其他企业	53	中百集团	地方国企
8	大连友谊	民营企业	54	广百股份	地方国企
9	中兴商业	民营企业	55	海宁皮城	地方国企
10	居然智家	民营企业	56	徐家汇	地方国企
11	友阿股份	民营企业	57	红旗连锁	地方国企
12	赫美集团	民营企业	58	深赛格 B	地方国企
13	富森美	民营企业	59	浙江东日	地方国企
14	德必集团	民营企业	60	小商品城	地方国企
15	中央商场	民营企业	61	新世界	地方国企
16	大东方	民营企业	62	欧亚集团	地方国企
17	汇通能源	民营企业	63	南宁百货	地方国企
18	豫园股份	民营企业	64	丽尚国潮	地方国企
19	东百集团	民营企业	65	轻纺城	地方国企

20	大商股份	民营企业	66	杭州解百	地方国企
21	友好集团	民营企业	67	益民集团	地方国企
22	新华百货	民营企业	68	百联股份	地方国企
23	宁波中百	民营企业	69	上海九百	地方国企
24	百大集团	民营企业	70	银座股份	地方国企
25	文峰股份	民营企业	71	王府井	地方国企
26	国芳集团	民营企业	72	美凯龙	地方国企
27	三江购物	民营企业	73	翠微股份	地方国企
28	利群股份	民营企业	74	百联 B 股	地方国企
29	汇嘉时代	民营企业	75	天音控股	地方国企
30	锦和商管	民营企业	76	大连圣亚	地方国企
31	家家悦	民营企业	77	曲江文旅	地方国企
32	国光连锁	民营企业	78	*ST 张股	地方国企
33	爱施德	民营企业	79	天府文旅	地方国企
34	吉峰科技	民营企业	80	峨眉山 A	地方国企
35	华致酒行	民营企业	81	桂林旅游	地方国企
36	孩子王	民营企业	82	三特索道	地方国企
37	爱婴室	民营企业	83	西域旅游	地方国企
38	宋城演艺	民营企业	84	黄山旅游	地方国企
39	丽江股份	民营企业	85	长白山	地方国企
40	祥源文旅	民营企业	86	天目湖	地方国企
41	西藏旅游	民营企业	87	九华旅游	地方国企
42	众信旅游	民营企业	88	岭南控股	地方国企
43	供销大集	集体企业	89	西安旅游	地方国企
44	全新好	公众企业	90	凯撒旅业	地方国企
45	步步高	公众企业	91	三峡旅游	地方国企
46	重庆百货	公众企业	92	老凤祥	地方国企

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 商超百货&旅游景区|普遍高于市值的重置成本

商超百货公司和旅游景区公司有非常高的重置成本。不论是商超百货公司，还是旅游景区公司，如果假设把他们的资产进行重建重置，需要的成本可能是远大于市值的（实际上，景区资产根本无法重置，可以认为是无限高的重置成本），如百联股份把包括上海南京东路的自有物业在内的所有的土地建筑和设施重建一遍，要花的钱预计是远大于目前市值的，下文会有详细测算和论述，而把长白山重置重建一遍，更是无法做到的事情。高于市值的重置成本，代表其资产是有实际价值的，这个资产并不简单体现在利润表和其他报表上。而这个重置价值，不仅仅是理论上存在，更是很多外部资金直接以收购商超百货&旅游景区股权的方式实现。重置成本高，代表“真的有实际价值”，这也是

景区及百货公司非常符合量化投资审美的一个方向。

图1：上海百联股份旗下商场



数据来源：实景拍摄，东吴证券研究所

图2：长白山天山天池



数据来源：实景拍摄，东吴证券研究所

1.3. 商超百货&旅游景区|较低的股票单价

商超百货与旅游景区整体“股票单价偏低”，是比较符合量化投资审美的一个标准。尽管最近百货商超和旅游景区已经涨了一些，但整体股价单价依然偏低，目标股票池中92 家公司，单价 5 元以下的有 12 个，包括中央商场，供销大集等过去五年间频繁出现较大涨幅且经常被认为“基本面不佳”的公司。而单价 10 元以下的股票更是高达 49 支，占股票池中一半以上。

表2：商超百货&旅游景区公司单价（截至 2025 年 12 月 22 日）

序号	代码	公司	收盘价(元)	序号	代码	公司	收盘价(元)
1	900923.SH	百联 B 股	0.55	47	002033.SZ	丽江股份	9.49
2	200058.SZ	深赛格 B	1.90	48	600827.SH	百联股份	9.58
3	000882.SZ	华联股份	2.21	49	000061.SZ	农产品	9.78
4	000564.SZ	供销大集	2.70	50	600138.SH	中青旅	10.22
5	601828.SH	美凯龙	2.91	51	000501.SZ	武商集团	10.46
6	601010.SH	文峰股份	3.05	52	603101.SH	汇嘉时代	10.59
7	000785.SZ	居然智家	3.11	53	601086.SH	国芳集团	10.71
8	600790.SH	轻纺城	3.91	54	000829.SZ	天音控股	10.87
9	002356.SZ	赫美集团	4.01	55	301078.SZ	孩子王	11.17
10	600280.SH	中央商场	4.89	56	002818.SZ	富森美	11.37
11	600824.SH	益民集团	4.89	57	600838.SH	上海九百	11.50
12	002344.SZ	海宁皮城	4.95	58	600054.SH	黄山旅游	11.58
13	600655.SH	豫园股份	5.32	59	000007.SZ	全新好	11.77
14	000558.SZ	天府文旅	5.34	60	600706.SH	曲江文旅	11.86
15	600327.SH	大东方	5.48	61	002416.SZ	爱施德	11.98
16	600738.SH	丽尚国潮	5.57	62	603136.SH	天目湖	12.55

17	002059.SZ	云南旅游	5.57	63	000610.SZ	西安旅游	12.89
18	601366.SH	利群股份	5.72	64	000524.SZ	岭南控股	12.90
19	601933.SH	永辉超市	5.76	65	603708.SH	家家悦	13.00
20	002251.SZ	步步高	5.83	66	000888.SZ	峨眉山 A	13.41
21	002419.SZ	天虹股份	5.92	67	603123.SH	翠微股份	14.23
22	600576.SH	祥源文旅	6.08	68	600785.SH	新华百货	14.37
23	600828.SH	茂业商业	6.30	69	600857.SH	宁波中百	14.40
24	603682.SH	锦和商管	6.54	70	600697.SH	欧亚集团	14.65
25	000715.SZ	中兴商业	6.64	71	601116.SH	三江购物	14.97
26	002697.SZ	红旗连锁	6.69	72	002159.SZ	三特索道	16.00
27	600858.SH	银座股份	6.79	73	600859.SH	王府井	16.42
28	000419.SZ	通程控股	6.86	74	600415.SH	小商品城	16.58
29	600712.SH	南宁百货	7.03	75	600749.SH	西藏旅游	17.10
30	000796.SZ	凯撒旅业	7.07	76	603214.SH	爱婴室	18.02
31	000978.SZ	桂林旅游	7.11	77	600693.SH	东百集团	18.74
32	002707.SZ	众信旅游	7.19	78	300755.SZ	华致酒行	18.80
33	600778.SH	友好集团	7.25	79	600694.SH	大商股份	18.87
34	002277.SZ	友阿股份	7.52	80	600865.SH	百大集团	19.00
35	002627.SZ	三峡旅游	7.66	81	605188.SH	国光连锁	21.08
36	300022.SZ	吉峰科技	7.71	82	300947.SZ	德必集团	21.21
37	000430.SZ	*ST 张股	7.79	83	600729.SH	重庆百货	27.20
38	000759.SZ	中百集团	8.10	84	300622.SZ	博士眼镜	29.09
39	300144.SZ	宋城演艺	8.34	85	600605.SH	汇通能源	29.37
40	000679.SZ	大连友谊	8.41	86	603199.SH	九华旅游	37.24
41	002187.SZ	广百股份	8.43	87	300859.SZ	西域旅游	38.67
42	600814.SH	杭州解百	8.66	88	600593.SH	大连圣亚	41.53
43	000417.SZ	合百集团	8.77	89	600612.SH	老凤祥	45.10
44	600628.SH	新世界	8.80	90	603099.SH	长白山	46.56
45	000058.SZ	深赛格	9.11	91	600113.SH	浙江东日	61.64
46	002561.SZ	徐家汇	9.49	92	601888.SH	中国中免	91.09

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 商超百货&旅游景区|符合政策发展促进的方向

消费促进政策频出，持续刺激板块。2023 年以来，如 2023 年 7 月国家发改委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》，2025 年 9 月商务部等九部门发布的《关于扩大服务消费的若干政策措施》等政策，促进消费的政策频繁被高级别单位提出，反映了提振消费是长期自上而下的重要经济目标。而自上而下的政策促进，也会在新闻，媒体，地方工作等方面，有积极的影响，对于量化投资来说，活跃度的提升，也是符合量化投资审美的重要方向。

表3: 2023 年以来, 各项支持消费政策高频发布

日期	发文部门	文件	内容	关键词
2023 年 7 月 28 日	国家发展和改革委员会	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度, 鼓励错峰休假、弹性作息, 促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合, 积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施, 鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。	旅游消费
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给, 提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。	旅游服务供给
2024 年 3 月 15 日	国家发展和改革委员会	《促进国家级新区高质量建设行动计划》	增强新区科技和产业竞争力; 多措并举扩大有效需求; 支持新区深化重点领域改革; 加强统筹协调和组织实施	新区建设
2024 年 3 月 27 日	国家市场监督管理总局等七部门	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动政策与标准更加协同配套, 商品和服务质量不断提高, 先进产能比重持续提升, 高质量耐用消费品更多进入居民生活, 标准助力经济高质量发展取得明显成效。	耐用消费品更新
2024 年 7 月 18 日	中共中央办公厅等	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	完善扩大消费长效机制, 减少限制性措施, 合理增加公共消费, 积极推进首发经济。	首发经济
2024 年 7 月 29 日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出激发改善型消费活力, 其中文化娱乐消费和旅游消费均为重要方向, 并在文化娱乐、旅游消费方面给出发展意见。	文娱旅游消费
2024 年 11 月 6 日	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果, 以冰雪运动为引领, 带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展, 推动冰雪经济成为新增长点。	冰雪经济
2025 年 1 月 9 日	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	着力把文化旅游业培育成支柱产业, 措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。	文旅消费
2025 年 3 月 16 日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	第三项服务消费提质惠民行动中提到, 扩大文体旅游消费, 推动冰雪消费, 发展入境消费。另有包括落实和优化休假制度等内容。	冰雪消费/入境消费
2025 年 3 月 21 日	商务部	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	积极推进首发经济; 优化入境政策和消费环境; 发挥免税店和离境退税政策作用; 办好各类大型消费促进活动; 推动商贸流通高质量发展; 促进服务消费提质扩容; 提升消费供给品质; 加强对外宣传推介	首发经济
2025 年 4 月 11 日	商务厅	《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	提出 14 项新一轮试点的具体任务, 涉及电信服务、医疗康养、商贸文旅等方面。	服务业扩大
2025 年	国务院办公厅	《关于释放体育消	完整准确全面贯彻新发展理念, 加快构建现代体育产	体育消

8月30日	公斤	费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	业体系，不断提振体育消费，增强体育产业整体实力和竞争力	费
2025年9月5日	商务部等部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	创新和丰富服务消费场景，支持优质消费资源与知名IP跨界合作，打造商旅文体健融合的消费新场景；加强我国文旅资源国际宣传推广，鼓励旅行社、在线旅游平台推出适合外国人的特色旅游线路。	扩大服务消费
2025年12月6日	文旅部、交通部	《进一步促进邮轮运输及旅游服务发展的若干措施》	鼓励开发海上丝绸之路、环球游等长航线；支持外国籍邮轮临时经营国内沿海运输；推进邮轮无目的地海上游试点；优化多点挂靠审批流程；丰富“邮轮+”消费场景。	邮轮消费
2025年12月10日	工信部、国家发改委、文旅部	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	以消费升级引领产业升级；组织文旅消费促进活动、如游购乡村、赏冰乐雪；探索区域一体化文旅消费惠民措施。	乡村游/冰雪经济

数据来源：中共中央办公厅，国务院办公厅，发改委，市场监管总局，工信部，文旅部等，东吴证券研究所

1.5. 商超百货&旅游景区|较低的机构持仓量

商超百货&旅游景区类公司机构持仓量较低。在我们商超百货、旅游景区 92 个公司的股票池中，截至 2025 年 9 月 30 日，67 个公司机构持仓不到 5%，54 个公司机构持仓不超过 3%，机构持仓低本身也是符合量化审美一个重要特点，而机构持仓低，同时又具有较高价值，这两点同时满足就更难了，我们将在第二章“基本面并不只是利润表”重点论述。

表4：商超百货&旅游景区机构持股比例较低（截至 2025 年 9 月 30 日）

序号	代码	公司	机构持股比例	序号	代码	公司	机构持股比例
1	000679.SZ	大连友谊	0%	47	600054.SH	黄山旅游	2%
2	600280.SH	中央商场	0%	48	000007.SZ	全新好	2%
3	600778.SH	友好集团	0%	49	002033.SZ	丽江股份	2%
4	000558.SZ	天府文旅	0%	50	600706.SH	曲江文旅	2%
5	600712.SH	南宁百货	0%	51	603136.SH	天目湖	2%
6	000430.SZ	*ST 张股	0%	52	600628.SH	新世界	2%
7	600857.SH	宁波中百	0%	53	600749.SH	西藏旅游	2%
8	600113.SH	浙江东日	0%	54	002707.SZ	众信旅游	2%
9	600327.SH	大东方	0%	55	300859.SZ	西域旅游	3%
10	002561.SZ	徐家汇	0%	56	002251.SZ	步步高	3%
11	600865.SH	百大集团	0%	57	000882.SZ	华联股份	3%
12	600858.SH	银座股份	0%	58	603099.SH	长白山	3%
13	000419.SZ	通程控股	0%	59	300622.SZ	博士眼镜	3%
14	000417.SZ	合百集团	0%	60	000501.SZ	武商集团	3%
15	600655.SH	豫园股份	0%	61	300947.SZ	德必集团	4%

16	900923.SH	百联 B 股	0%	62	600138.SH	中青旅	4%
17	200058.SZ	深赛格 B	0%	63	000888.SZ	峨眉山 A	4%
18	601366.SH	利群股份	0%	64	002697.SZ	红旗连锁	4%
19	601086.SH	国芳集团	0%	65	603708.SH	家家悦	4%
20	600738.SH	丽尚国潮	0%	66	002419.SZ	天虹股份	4%
21	600828.SH	茂业商业	0%	67	000524.SZ	岭南控股	4%
22	002344.SZ	海宁皮城	0%	68	002818.SZ	富森美	5%
23	002277.SZ	友阿股份	0%	69	000785.SZ	居然智家	5%
24	000759.SZ	中百集团	1%	70	603199.SH	九华旅游	5%
25	605188.SH	国光连锁	1%	71	002627.SZ	三峡旅游	5%
26	000829.SZ	天音控股	1%	72	300022.SZ	吉峰科技	5%
27	000715.SZ	中兴商业	1%	73	002416.SZ	爱施德	5%
28	600790.SH	轻纺城	1%	74	601010.SH	文峰股份	5%
29	002187.SZ	广百股份	1%	75	600612.SH	老凤祥	5%
30	000058.SZ	深赛格	1%	76	600694.SH	大商股份	6%
31	600785.SH	新华百货	1%	77	002159.SZ	三特索道	6%
32	600693.SH	东百集团	1%	78	601933.SH	永辉超市	6%
33	000978.SZ	桂林旅游	1%	79	000610.SZ	西安旅游	7%
34	603123.SH	翠微股份	1%	80	301078.SZ	孩子王	7%
35	600824.SH	益民集团	1%	81	603101.SH	汇嘉时代	7%
36	603214.SH	爱婴室	1%	82	600576.SH	祥源文旅	7%
37	600697.SH	欧亚集团	1%	83	000564.SZ	供销大集	7%
38	600859.SH	王府井	1%	84	000796.SZ	凯撒旅业	7%
39	002059.SZ	云南旅游	2%	85	300144.SZ	宋城演艺	8%
40	600838.SH	上海九百	2%	86	601888.SH	中国中免	8%
41	601828.SH	美凯龙	2%	87	600415.SH	小商品城	9%
42	601116.SH	三江购物	2%	88	600593.SH	大连圣亚	11%
43	603682.SH	锦和商管	2%	89	002356.SZ	赫美集团	16%
44	300755.SZ	华致酒行	2%	90	600729.SH	重庆百货	21%
45	600814.SH	杭州解百	2%	91	600605.SH	汇通能源	27%
46	600827.SH	百联股份	2%	92	000061.SZ	农产品	36%

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.6. 总结：百货商超/旅游景区符合量化投资审美的稀缺性

从量化投资的审美方向上来看，商超百货和旅游景区同时能满足“机构持仓低”/“重置价值高”/“政策高频支持”/“国企为主”/“低股价”特点，这是非常稀缺的，有价值的公司，同时利润表表现并不突出，同时是国企为主的背景，且政策高频支持，在整个消费大板块里面，都属于比较特殊的存在，为什么会造成这个特性？我们将在第二章中详细论述。

2. “基本面”并不是只有利润表——“有价值”的多种体现方式

很多“基本面”并不能反映在报表，尤其是利润表上，但也是有价值的“基本面”。通常机构在讨论“基本面”的时候，会比较侧重于利润表的变化，或利润表变化的空间。但报表也有很多不能反映的资产价值，如“重置成本”，“品牌价值”，“牌照价值”等。旅游景区和百货商超公司，通常具有较高的重置成本，百货商超位置通常在城市中心核心地段，本身具有很高的重置价值，旅游景区更是在名山大川或人文名胜，其重置成本一定程度上可以认为是非常高的。而发展多年的百货商超和旅游景区，本身的品牌价值很高，包括一些项目运营权的牌照价值不可复制，重置成本，品牌价值，牌照价值，实际上是不能实时体现在报表，尤其是利润表上的，但其是切实具有价值的“基本面”。

以百货公司为例，看“重估价值”的底层逻辑。以百货公司为例，若需要重置百货公司的资产，则可以假设将其自有物业重新以市价购买一遍所需要的成本。我们整理了百货公司自有物业的项目和面积情况，按照其所处商圈所在地的平均房价计算百货公司的重置价值。因为百货公司基本上都是处于城市核心位置，其重置价值通常较高，经过计算可以看到，除东百集团，国芳集团，大东方，南宁百货外，大部分百货公司重置价值都比其市值高，以市值/重置价值作为比例，截至2025年12月29日，王府井仅0.24，百联股份仅0.14，天虹股份仅0.30，武商集团仅0.16，而如翠微股份0.64，友好集团0.49，广百股份0.44，银座股份0.19，也都在1以下，意味着重置其资产要花的成本高于市值，这也是百货&景区公司“价值”和“基本面”的重要体现。

图3：百货商超自有物业重估价值测算（截至2025年12月29日）

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	自有项目数 (个)	商圈地平均 房价(万元)	重置价值 (亿元)	账面净值 (亿元)	重置价/ 市值	P/B
600859.SH	王府井	15.25	171	25	3.48	724	196	0.24	0.9
600827.SH	百联股份	9.12	163	29	6.26	1,200	198	0.14	0.8
600693.SH	东百集团	17.89	156	4	2.85	162	35	0.96	4.4
600729.SH	重庆百货	26.23	116	70	1.86	150	79	0.77	1.5
603123.SH	翠微股份	15.11	121	4	8.90	200	18	0.60	6.6
600828.SH	茂业商业	6.12	106	16	2.91	241	70	0.44	1.5
002277.SZ	友阿股份	7.85	109	8	2.19	140	67	0.78	1.6
000501.SZ	武商集团	10.38	80	9+	2.15	495	110	0.16	0.7
601086.SH	国芳集团	10.35	69	4	1.80	43	16	1.61	4.3
002419.SZ	天虹股份	5.68	66	10	3.54	219	41	0.30	1.6
000417.SZ	合百集团	7.98	62	20	2.62	82	47	0.76	1.3
600694.SH	大商股份	18.22	63	38	1.32	217	88	0.29	0.7
600814.SH	杭州解百	8.09	59	2	6.27	129	37	0.46	1.6
002187.SZ	广百股份*	7.86	55	4	6.67	143	40	0.39	1.4
600628.SH	新世界	8.45	55	1	9.43	198	42	0.28	1.3
600280.SH	中央商场	4.12	46	13	2.13	184	6	0.25	7.5
000759.SZ	中百集团*	7.77	51	16	2.47	96	12	0.54	4.2
601366.SH	利群股份	4.98	46	28	2.15	200	41	0.23	1.2
603101.SH	汇嘉时代	10.15	48	10	1.19	56	14	0.86	3.4
600327.SH	大东方	5.05	45	4	2.55	23	32	1.97	1.4
600738.SH	丽尚国潮	5.14	39	5	3.87	65	20	0.60	1.9
002561.SZ	徐家汇	9.41	39	5	9.43	86	22	0.46	1.8
600712.SH	南宁百货	6.80	37	8	1.77	24	8	1.56	4.6
600858.SH	银座股份	6.32	33	13	1.97	200	27	0.16	1.2
600785.SH	新华百货	13.84	31	30	1.41	60	23	0.52	1.4
600778.SH	友好集团	6.73	21	16	1.43	45	2	0.47	9.1

数据来源：公司年报，东吴证券研究所；注：（统计方式：自有面积*商圈所在地平均房价，均价根据所在城市做加权平均），带*的中百集团、广百股份仅统计披露的自有门店（主要是各个业态的前十大卖场）

并不只是纸面上的，而是实际上的价值重估 1——2016 年阿里巴巴收购三江购物股权。三江购物是浙江省的大型商超连锁品牌之一，2016 年 11 月 7 日，三江购物公告，阿里巴巴将收购其股权，彼时三江购物的市值约 45 亿元，三江购物 16 年/17 年归母净利润 1.01 亿元/1.10 亿元，收购时三江购物市值对应 16/17 年的 PE 估值分别为 45x/41x，以“利润表基本面估值”来判断的话，三江购物 40x 以上的市盈率估值显然不能认为是低估值，但而后阿里巴巴收购三江购物 32% 股权，实际对价为 19.6 亿元，对应三江购物对价为 61 亿元，对应 2016 年 11 月 7 日发布收购公告时，溢价 36% 收购三江购物股权。阿里巴巴用实际的真金白银对价，溢价收购三江购物的股权，也反映了商超百货的“重置价值”其实是实际的“基本面价值”。

并不只是纸面上的，而是实际上的价值重估 2——2024 年名创优品收购永辉超市股权。永辉超市是全国知名的连锁商超品牌，2025 年 5 月开始引入胖东来进行调改，而在 2024 年 9 月 23 日，永辉超市公告，名创优品将收购其股权，彼时永辉超市的市值为 204 亿元，永辉超市在 24 年的归母净利润-14.65 亿元，25 年 Q1-3 归母净利润-7.1 亿元，仍处于亏损状态，以“利润表基本面估值”来判断，永辉超市当时 204 亿元的市值显然不能认为是低估值。而名创优品之后实际收购对价为 62.7 亿元，对应永辉超市的股权为 29.4%，永辉超市彼时对价为 213 亿元，收购溢价为 5%。名创优品对永辉超市真金白银的收购，也反映了永辉超市重置价值是实际上的价值。

重置价值是实际上的价值，并非只是纸面上的估值。上述阿里巴巴收购三江购物，名创优品收购永辉超市的例子，都反映了商超百货&旅游景区的重置价值，是一个实际上会以真金白银来交易的实际价值，并非只是纸面上的估值。而其他还有很多实际上对百货&景区公司的股权收购，如 15 年险资举牌，23 年国资改革等，都反映了百货&景区公司是有实际上的价值的，只是有些价值并没有反映到利润表上。

图4：阿里收购三江购物/名创收购永辉超市为商超百货&景区旅游价值重估实例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

3. 政策促进的底层逻辑——首发经济与扩大供给

3.1. 2023 年以来，高频出台的“促进消费”刺激政策

“促进消费”刺激政策高频出台，最直接落地在景区与百货行业。上文我们有简单论述，自 2023 年起，“促进消费”的刺激政策高频出台，体现了自上而下对于消费产业的重视程度之高，自上而下高度重视，高频的政策出台，就会使得相应的产业在多渠道的曝光率，出现频率较高，这是量化投资比较重视的一个方向。而促进消费的政策，会比较直接的落地在旅游景区和百货商超相关的公司上，这个转化路径，我们会在下文中进行论述。

图5：2023 年以来，各项支持消费政策高频发布

发布日期	发文部门	文件	内容	关键词
2023年7月28日	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合，积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施，鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。	旅游消费
2023年9月27日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给，提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。	旅游服务供给
2024年3月15日	国家发展改革委	《促进国家级新区高质量建设行动计划》	增强新区科技和产业竞争力；多措并举扩大有效需求；支持新区深化重点领域改革；加强统筹协调和组织实施	新区建设
2024年3月27日	国家市场监督管理总局等七部门	《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动政策与标准更加协同配套，商品和服务质量不断提高，先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，标准助力经济高质量发展取得明显成效。	耐用消费品更新
2024年7月18日	中共中央办公厅等	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济。	首发经济
2024年7月29日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出激发改善型消费活力，其中文化娱乐消费和旅游消费均为重要方向，并在文化娱乐、旅游消费方面给出发展意见。	文旅旅游消费
2024年11月6日	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。	冰雪经济
2025年1月9日	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	着力把文化旅游业培育成支柱产业，措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。	文旅消费
2025年3月16日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	第三项服务消费提质惠民行动中提到，扩大文旅旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费。另有包括落实和优化休假制度等内容。	冰雪消费/入境消费
2025年3月21日	商务部	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	积极推进首发经济；优化入境政策和消费环境；发挥免税店和高境退税政策作用；办好各类大型消费促进活动；推动商贸流通高质量发展；促进服务消费提质扩容；提升消费供给品质；加强对外宣传推介	首发经济
2025年4月11日	商务厅	《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	提出14项新一轮试点的具体任务，涉及电信服务、医疗康养、商贸文旅等方面。	服务业扩大
2025年8月30日	国务院办公厅	《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建现代体育产业体系，不断提振体育消费，增强体育产业整体实力和竞争力	体育消费
2025年9月5日	商务部等9部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	创新和丰富服务消费场景，支持优质消费资源与知名IP跨界合作，打造商旅文体健融合的消费新场景；加强我国文旅资源国际宣传推广，鼓励旅行社、在线旅游平台推出适合外国人的特色旅游线路。	扩大服务消费
2025年12月6日	文旅部、交通部	《进一步促进邮轮运输及旅游服务发展的若干措施》	鼓励开发海上丝绸之路、环球游等长航线；支持外国籍邮轮临时经营国内沿海运输；推进邮轮无目的地海上游试点；优化多点挂靠审批流程；丰富“邮轮+”消费场景。	邮轮消费
2025年12月10日	工信部、国家发改委、文旅部	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	以消费升级引领产业升级；组织文旅消费促进活动、如游购乡村、赏冰乐雪；探索区域一体化文旅消费惠民措施。	乡村游/冰雪经济

数据来源：中共中央办公厅，国务院办公厅，发改委，市场监管总局，工信部，文旅部等，东吴证券研究所

3.2. “首发经济”与“提供供给”

“首发经济”与“提供供给”本质上的出发点是来自于场景型消费与国企改革。从 2024

到 2025 年自上而下政策多次提到“首发经济”，而本质上，首发经济其实就是引入新的商业模式，IP，消费习惯，品牌等，这是一种“通过提升供给质量，去促进消费”的思路。而超市调改，低空经济，冰雪经济等，就是典型的首发经济的思路。但提供本身并非易事，有很多偶发性因素，但通过场景型消费和国企改革，实现可规划的提供，这是旅游景区和百货商超公司的优势所在，首先商超百货和旅游景区都是场景型体验式消费，引入新模式有诸多便利，其次百货与景区公司以国企为主，适合自上而下的推动整合。所以首发经济和提供，最终会最直接的落地在百货与景区板块。如百联股份旗下百货商场，在首发经济自上而下推动下，于 2024 年底开始，引入知名二次元 IP《白色相簿 2》进入商场。

图6：百联股份旗下百货商场，2024 年起引入知名二次元 IP《白色相簿 2》



数据来源：现场实拍，东吴证券研究所

3.3. 低空经济，冰雪经济，超市调改本质上就是首发经济

低空经济，冰雪经济，超市调改本质上就是首发经济。自 2024 年起，首发经济多次被提出，首发经济本身是个抽象的概念，指的是“引入新的商业模式，消费习惯，IP，品牌等”，但实际落地来看，超市调改，低空经济，冰雪经济，都是典型的新商业模式，消费习惯，品牌的引入，本质上都是典型的首发经济的范畴，而这类改革，也是最直接会落地在旅游景区和商超百货上面。

图7：超市调价，2024-2025 年在全国各地超市品牌广泛推进



数据来源：实景拍摄，东吴证券研究所

3.4. 海南封关政策也是一种“提供供给”的体现

2025 年 12 月 18 日起，海南自由贸易港正式启动全岛封关。海南自贸港封关后的政策体系以“零关税、低税率、简税制”为核心思路。目前已发文落地的政策有：零关税、加工增值及所得税优惠政策等，封关后“零关税”商品将扩大至约 6600 个，覆盖大部分生产设备和原材料，企业进口设备可节省约 20% 税收成本。此外，鼓励类产业企业享受 15% 企业所得税，高端紧缺人才个人所得税亦实行 15% 优惠，显著降低企业运营成本。封关后将落地更宽松的贸易管制及更高效的监管模式，推动外向型经济提升、现代产业体系构建及新兴市场拓展。

海南封关政策持续优化购物和免税的体验。11 月 11 日，调整离岛旅客免税购物政策正式实施。政策优化调整内容主要有四个方面：一是新增 2 个商品大类和 3 个商品细类；二是将离境旅客纳入享惠主体范围；三是允许 6 类国内商品在离岛免税店销售；四是岛内居民一年内一次离岛可不限次购买“即购即提”商品。

封关有效拉动海南消费。12 月 18 日封关首日全岛离岛免税购物金额即达 1.61 亿元，同比大幅增长 61%；中免海南地区销售额达 2.5 亿元，同比增长 90%。12 月 18 日-20 日三亚全市免税销售额连续 3 日突破 1 亿元，其中 12 月 19 日/20 日分别同比增长 45.8%/47%。

海南封关政策也是一种“提供供给”的体现。海南封关作为自贸港政策的核心内容之一，其出发点，也是希望通过政策支持，实现海南消费体验的全面提升，拉动国内消费，推动内循环，也是一种“通过提升供给实现消费促进”的方式。

图8：2025 年 12 月 18 日封关之后，三亚免税消费额持续破亿



数据来源：三亚市商务局，东吴证券研究所

3.5. “促消费”长期持续性可期，“提供供给”是最直接可选的落地方式

“提供供给”是促消费具有可持续性的长期落地方式。比起其他促消费方式，如以旧换新，家电家居国补，消费券来说，“提供供给”的方式，着眼于长期优质供给的提升，本身对财政支持要求相对较低，提供供给更是长期可持续的促消费的方式，所以在各地促消费工作落地过程当中，提升供给本身就是最优的长期选择方案之一。如 2025 年起，江苏省内足球联赛“苏超”的走红出圈，就是典型的提供供给的促消费的案例。

图9：2025 年，江苏足球联赛“苏超”走红出圈



数据来源：苏超宣传，东吴证券研究所

4. “总涨幅”和“交易量”代表能够实现盈利的总容量

A 股重要市场红利：大且平均的交易量。A 股市场具备一个很重要的红利，就是相当大的交易量，且相比美股港股的交易量集中化，大部分公司交易量很低，A 股的交易量更加平均化。我们截取了约近五年（2021 年 1 月 1 日——2025 年 12 月 19 日）的交易量，近五年间，股票池旅游景区&百货商超 92 家公司中，日均交易量超过 1 亿元的达 51 个，超过一半，而日均交易量超额 0.5 亿元的，更是达到 87 支。也就是说，零售百货&旅游景区的 92 个公司，绝大部分（约 95%）的股票日均交易额都超过 5000 万元，而大体量公司如中国中免（2025 年 12 月 19 日市值约 1800 亿元）日均交易量 22.5 亿元，小商品城（2025 年 12 月 19 日市值约 900 亿元），日均交易额 6.1 亿元，老凤祥（A 股市值约 140 亿元），日均交易额约 1 亿元，同时小体量公司，如西域旅游（市值约 60 亿元），日均交易额达 2.4 亿元，曲江文旅（市值约 30 亿元），日均交易额达 2.1 亿元，中央商场（市值约 40 亿元），日均交易额达 1.3 亿元，反映出来，A 股旅游景区&百货商超公司，不仅交易量大，而且比较平均，大体量公司和小体量公司，均有可观的交易量。而这个交易量，可以容纳大部分策略进行交易，这也是 A 股市场本身的一种红利。

表5：A 股旅游景区&百货商超公司交易额情况

序号	代码	公司	累计成交		序号	代码	公司	累计成交	
			额	日均交				额	日均交
			(210101-251219)	易额(亿元)				(210101-251219)	易额(亿元)

1	601888.SH	中国中免	26969	22.5	47	000558.SZ	天府文旅	1219	1.0
2	601933.SH	永辉超市	8087	6.8	48	600612.SH	老凤祥	1212	1.0
3	600415.SH	小商品城	7289	6.1	49	000417.SZ	合百集团	1207	1.0
4	000564.SZ	供销大集	6460	5.4	50	600738.SH	丽尚国潮	1184	1.0
5	000829.SZ	天音控股	4841	4.0	51	600838.SH	上海九百	1144	1.0
6	600054.SH	黄山旅游	4791	4.0	52	600729.SH	重庆百货	1134	0.9
7	600859.SH	王府井	4644	3.9	53	603214.SH	爱婴室	1133	0.9
8	603123.SH	翠微股份	4338	3.6	54	002187.SZ	广百股份	1131	0.9
9	002251.SZ	步步高	3585	3.0	55	601828.SH	美凯龙	1116	0.9
10	301078.SZ	孩子王	3569	3.0	56	000715.SZ	中兴商业	1109	0.9
11	002416.SZ	爱施德	3182	2.7	57	600749.SH	西藏旅游	1087	0.9
12	300859.SZ	西域旅游	2897	2.4	58	300947.SZ	德必集团	1074	0.9
13	000796.SZ	凯撒旅业	2857	2.4	59	600814.SH	杭州解百	1070	0.9
14	603099.SH	长白山	2640	2.2	60	002707.SZ	众信旅游	1032	0.9
15	000759.SZ	中百集团	2630	2.2	61	600712.SH	南宁百货	1027	0.9
16	300622.SZ	博士眼镜	2577	2.2	62	000061.SZ	农产品	1024	0.9
17	600593.SH	大连圣亚	2560	2.1	63	002059.SZ	云南旅游	1024	0.9
18	600706.SH	曲江文旅	2545	2.1	64	300022.SZ	吉峰科技	1021	0.9
19	600576.SH	祥源文旅	2454	2.0	65	600824.SH	益民集团	995	0.8
20	600138.SH	中青旅	2438	2.0	66	002627.SZ	三峡旅游	982	0.8
21	000430.SZ	*ST 张股	2254	1.9	67	600605.SH	汇通能源	962	0.8
22	600827.SH	百联股份	2215	1.8	68	600785.SH	新华百货	944	0.8
23	000524.SZ	岭南控股	2182	1.8	69	002159.SZ	三特索道	912	0.8
24	002561.SZ	徐家汇	2177	1.8	70	603708.SH	家家悦	893	0.7
25	002277.SZ	友阿股份	2144	1.8	71	002344.SZ	海宁皮城	873	0.7
26	600693.SH	东百集团	1890	1.6	72	600694.SH	大商股份	854	0.7
27	000785.SZ	居然智家	1816	1.5	73	002356.SZ	赫美集团	850	0.7
28	000882.SZ	华联股份	1816	1.5	74	601010.SH	文峰股份	840	0.7
29	000888.SZ	峨眉山 A	1816	1.5	75	000679.SZ	大连友谊	822	0.7
30	002697.SZ	红旗连锁	1794	1.5	76	600628.SH	新世界	799	0.7
31	300144.SZ	宋城演艺	1761	1.5	77	000419.SZ	通程控股	792	0.7
32	600655.SH	豫园股份	1702	1.4	78	600778.SH	友好集团	767	0.6
33	603199.SH	九华旅游	1689	1.4	79	002033.SZ	丽江股份	759	0.6
34	601116.SH	三江购物	1662	1.4	80	603101.SH	汇嘉时代	757	0.6
35	600280.SH	中央商场	1607	1.3	81	600858.SH	银座股份	734	0.6
36	000058.SZ	深赛格	1576	1.3	82	600828.SH	茂业商业	725	0.6
37	000501.SZ	武商集团	1548	1.3	83	600697.SH	欧亚集团	660	0.6
38	601086.SH	国芳集团	1534	1.3	84	600865.SH	百大集团	651	0.5
39	600327.SH	大东方	1496	1.2	85	000007.SZ	全新好	649	0.5
40	300755.SZ	华致酒行	1494	1.2	86	600857.SH	宁波中百	642	0.5
41	000978.SZ	桂林旅游	1427	1.2	87	603682.SH	锦和商管	627	0.5

42	002419.SZ	天虹股份	1420	1.2	88	600790.SH	轻纺城	518	0.4
43	605188.SH	国光连锁	1403	1.2	89	002818.SZ	富森美	511	0.4
44	000610.SZ	西安旅游	1391	1.2	90	601366.SH	利群股份	352	0.3
45	600113.SH	浙江东日	1292	1.1	91	200058.SZ	深赛格 B	7	0.0
46	603136.SH	天目湖	1225	1.0	92	900923.SH	百联 B 股	3	0.0

数据来源：wind，东吴证券研究所

总涨幅：代表总盈利容量，旅游景区&商超百货-小公司比大公司更活跃。上文有讨论，A 股公司的交易量红利。而在普遍较高的交易量背景下，“总涨幅”（过去一段时间内，总上涨交易日的涨幅加和）意味着该股票总共能够实现的盈利容量，这也是量化投资基于 T+1 的稳定因子投资策略的实际盈利容量的体现。而我们可以看到，总涨幅排名靠前的西域旅游，大连友谊，天音控股，国光连锁，大连圣亚，中央商场（总涨幅 1600% 以上）其实并不是“利润表增长表现特别突出”的公司，反而一些利润表上体现出特别好的增长的基本面较强的公司，这五年间总涨幅表现并不突出，如小商品城（1179%），中国中免（1124%），老凤祥（824%）。这也意味着，旅游景区&商超百货，高交易量背景下的盈利容量，影响因素并非只有利润表的体现，不能体现在报表上的资产的重估相关因素，也是重要的因素。

表6: 旅游景区&商场百货公司的“总涨幅” 20210101-20251219

序号	代码	公司	累计涨幅 (210101 -251219)	最大涨幅	序号	代码	公司	累计涨幅 (210101 -251219)	最大涨幅
1	300859.SZ	西域旅游	1718%	188%	47	000978.SZ	桂林旅游	1179%	70%
2	000679.SZ	大连友谊	1644%	282%	48	600415.SH	小商品城	1179%	323%
3	000829.SZ	天音控股	1642%	102%	49	002187.SZ	广百股份	1176%	111%
4	605188.SH	国光连锁	1610%	364%	50	002561.SZ	徐家汇	1175%	59%
5	600593.SH	大连圣亚	1608%	294%	51	600738.SH	丽尚国潮	1172%	74%
6	600280.SH	中央商场	1598%	156%	52	600865.SH	百大集团	1166%	279%
7	301078.SZ	孩子王	1584%	132%	53	002159.SZ	三特索道	1145%	104%
8	603099.SH	长白山	1578%	591%	54	000888.SZ	峨眉山 A	1130%	151%
9	603123.SH	翠微股份	1550%	159%	55	601888.SH	中国中免	1124%	74%
10	300947.SZ	德必集团	1531%	179%	56	000882.SZ	华联股份	1118%	180%
11	002356.SZ	赫美集团	1524%	366%	57	600838.SH	上海九百	1115%	122%
12	600706.SH	曲江文旅	1501%	106%	58	601933.SH	永辉超市	1094%	177%
13	300622.SZ	博士眼镜	1492%	245%	59	600814.SH	杭州解百	1092%	94%
14	000564.SZ	供销大集	1468%	282%	60	600858.SH	银座股份	1069%	98%
15	000796.SZ	凯撒旅业	1463%	162%	61	600859.SH	王府井	1058%	45%
16	601086.SH	国芳集团	1434%	286%	62	603199.SH	九华旅游	1054%	127%
17	600778.SH	友好集团	1420%	139%	63	603682.SH	锦和商管	1043%	112%

18	000558.SZ	天府文旅	1389%	160%	64	000419.SZ	通程控股	1029%	106%
19	600605.SH	汇通能源	1378%	371%	65	002033.SZ	丽江股份	1026%	96%
20	000524.SZ	岭南控股	1371%	121%	66	600827.SH	百联股份	1007%	38%
21	002707.SZ	众信旅游	1354%	76%	67	603708.SH	家家悦	1000%	82%
22	600576.SH	祥源文旅	1346%	97%	68	300144.SZ	宋城演艺	994%	23%
23	601116.SH	三江购物	1343%	119%	69	002419.SZ	天虹股份	987%	52%
24	603214.SH	爱婴室	1332%	102%	70	600824.SH	益民集团	975%	74%
25	000610.SZ	西安旅游	1331%	80%	71	000417.SZ	合百集团	974%	140%
26	300022.SZ	吉峰科技	1314%	147%	72	601828.SH	美凯龙	946%	44%
27	002251.SZ	步步高	1300%	141%	73	600729.SH	重庆百货	940%	69%
28	600749.SH	西藏旅游	1300%	120%	74	600697.SH	欧亚集团	939%	68%
29	000715.SZ	中兴商业	1297%	138%	75	000785.SZ	居然智家	938%	43%
30	300755.SZ	华致酒行	1294%	79%	76	600054.SH	黄山旅游	912%	52%
31	000007.SZ	全新好	1287%	380%	77	601010.SH	文峰股份	908%	98%
32	000759.SZ	中百集团	1284%	199%	78	002697.SZ	红旗连锁	904%	73%
33	603101.SH	汇嘉时代	1282%	177%	79	002344.SZ	海宁皮城	899%	69%
34	000058.SZ	深赛格	1275%	116%	80	002627.SZ	三峡旅游	875%	106%
35	600712.SH	南宁百货	1274%	145%	81	600628.SH	新世界	871%	68%
36	002277.SZ	友阿股份	1261%	269%	82	000061.SZ	农产品	871%	110%
37	603136.SH	天目湖	1260%	48%	83	000501.SZ	武商集团	862%	68%
38	600693.SH	东百集团	1232%	620%	84	600138.SH	中青旅	855%	18%
39	000430.SZ	*ST 张股	1229%	84%	85	600612.SH	老凤祥	824%	41%
40	600857.SH	宁波中百	1214%	185%	86	600655.SH	豫园股份	782%	13%
41	600113.SH	浙江东日	1213%	1159%	87	600694.SH	大商股份	779%	84%
42	002416.SZ	爱施德	1203%	119%	88	002818.SZ	富森美	745%	45%
43	600327.SH	大东方	1195%	81%	89	600790.SH	轻纺城	722%	57%
44	002059.SZ	云南旅游	1190%	39%	90	900923.SH	百联 B 股	590%	59%
45	600785.SH	新华百货	1188%	71%	91	200058.SZ	深赛格 B	558%	43%
46	600828.SH	茂业商业	1180%	185%	92	601366.SH	利群股份	535%	70%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 主要旅游景区公司数据一览

旅游景区公司特点：市值总体不高，改革空间广泛。主要的旅游景区公司中，大部分都在百亿以下，目前仅宋城演艺，长白山等少数几家旅游景区公司达到了百亿以上的市值，整体市值偏低。而根据各地景区管委会的数据，可以看到，很多景区 2024 年客流入数都达到 300 万以上，而其实对应的客单价仅有 100-500 元这个水平，也意味着旅游景区行业有着较大改革空间，而这个改革空间，也是政策刺激下，自上而下的一个重要落地方向。

图10：重要景区上市公司基本情况概览（截至 2026 年 1 月 7 日）

上市公司	总市值 (亿元)	核心景区所在地	实控人	2024 年客 流(万人)	2024年收入	2024年归 母净利润	2025 年归 母(E)	2026 年归 母(E)	2026 年 PE	客流数据来源
宋城演艺	218	杭州、丽江、三亚、桂林、 佛山、西安等	黄巧灵及一致行动人		24.17	10.49	9.51	10.75	20	公司微信公众号
长白山	123	吉林长白山	长白山管委会国资委	341	7.43	1.44	1.68	2.09	59	长白山管委会
黄山旅游	70	安徽黄山	黄山市国资委	492	19.31	3.15	3.32	3.76	19	黄山管委会
峨眉山A	69	四川峨眉山	乐山市国资委	467	10.13	2.35	2.60	3.00	23	公司公告
西域旅游	59	新疆天山天池	新疆自治区国资委	313	3.04	0.87	1.00	1.27	46	天池管委会
云南旅游	55	云南禄丰恐龙谷	国务院国资委		5.57	-0.28	-1.70	-1.57	-35	
丽江股份	50	云南丽江	张松山	841	8.08	2.11	2.23	2.42	21	公司公告
大连圣亚	56	辽宁大连	大连市国资委		5.05	-0.70	0.00	0.00		
九华旅游	41	安徽池州	池州市国资委	1000+	7.64	1.86	2.22	2.53	16	九华山管委会
天目湖	32	江苏溧阳	溧阳市人民政府		5.36	1.05	1.11	1.28	25	
祥源文旅	67	张家界、凤凰古城、齐云山、 碧峰峡、丹霞山、莽山	俞发祥		8.64	1.47	2.51	3.85	18	
三峡旅游	57	湖北宜昌	宜昌市国资委		7.41	1.18	1.12	1.57	36	
香港中旅	70	宁夏沙坡头、广西德天瀑布 等	国务院国资委	1433	46.27	1.06	1.20	4.19	17	公司业绩PPT
三特索道	27	贵州梵净山、陕西华山、海 南猴岛等	武汉东湖新技术开发 区管理委员会	867	6.92	1.42	1.67	1.97	14	公司公告
*ST张股	62	湖南张家界	张家界市国资委	750	4.32	-5.82				张家界武陵源景区
桂林旅游	34	广西桂林	桂林市人民政府	568	4.32	-2.04	0.33	0.38	89	公司公告
西藏旅游	39	西藏林芝	王玉锁		2.13	0.17				
中青旅	72	浙江乌镇、北京古北水镇	国务院	743	99.57	1.60	1.42	1.77	41	乌镇
众信旅游	70		冯滨		64.55	1.06	0.73	0.95	74	
岭南控股	82		广州市国资委		43.09	1.50	1.59	1.91	43	
凯撒旅业	107		青岛市市北区国资委		6.53	-1.03				
曲江文旅	28	大唐芙蓉园、曲江海洋极地 公园、大唐不夜城、西安城 墙	西安曲江新区管委会		12.53	-1.31				
西安旅游	30		西安曲江新区管委会		5.82	-2.60				
西安饮食	53		西安曲江新区管委会		6.66	-1.28				
金马游乐	86	大型游乐设施	邓志毅		5.77	0.07				

数据来源：公司公告，各景区管委会，各地文旅局，景区公众号，东吴证券研究所

注：无可参考口径客流数据空缺；盈利预测均使用 26 年 1 月 7 日 wind 一致预期，无一致预期公司相关数值空缺

6. 投资建议：关注股权&管理层&牌照&新经济模式四方面变化

关注旅游景区&商超百货四方面的主要变化。旅游景区&商超百货公司，具备相当的改革空间，而我们会更加关注有四类变化的公司，包括【股权变化】，【管理层变化】，【牌照变化】，【新商业模式】等方面的变化，如下表。我们认为需要重视有实际边际变化的旅游景区&商超百货公司，重点推荐：长白山，香港中旅，桂林旅游等，建议关注：三峡旅游，天府文旅等。

表7：旅游景区&商超百货发生变化的常见四种模式

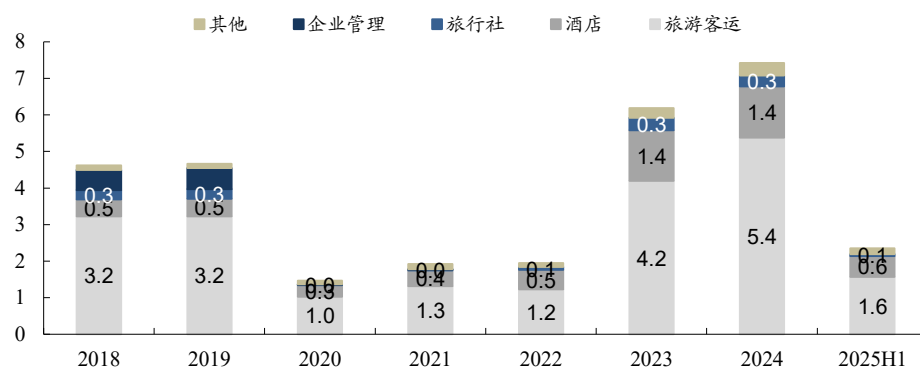
变化类型	具体变化方式	典型公司
股权变化	变换大股东，转让股权，引入战投，或者收并购其他资产等	君亭酒店，天府文旅，西域旅游，香港中旅
管理层变化	更换董事长&总经理，发布股权激励，增发股份等	长白山，三峡旅游，桂林旅游，重庆百货
牌照变化	免税牌照，支付牌照等牌照方面的变化	中国中免，王府井
新商业模式	商超调改，低空经济，冰雪经济等新商业模式的建设	永辉超市，汇嘉时代

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.1. 长白山

旅游客运为核心收入来源。公司成立于2010年，2014年上市，依托长白山景区自然禀赋，经营旅游客运、景区管理、酒店、旅行社等多元业务，聚焦旅游主业，整合全域旅游资源，同时发展冰雪旅游，打造国内一流综合性旅游服务企业。2024年公司收入7.43亿元，同比+19.8%，其中旅游客运/酒店/旅行社业务收入分别为5.38/1.40/0.30亿元，同比+27.9%/+0.9%/-12.7%，占比分别为72.3%/18.8%/4.0%，旅游客运为核心收入来源。

图11：公司收入分业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

定增方案落地，募资2.36亿元。2025年2月公司发布公告调整定增方案，拟募集资金总额不超过2.4亿元，其中2亿元用于建设长白山火山温泉部落二期项目，项目总投资5.4亿元；0.4亿元提升长白山旅游交通设备，总投资额1.1亿元。2025年11月长白山定增568.59万股，募资总额2.36亿元。

图12：火山温泉部落二期项目效果图



数据来源：长白山景区官网，东吴证券研究所

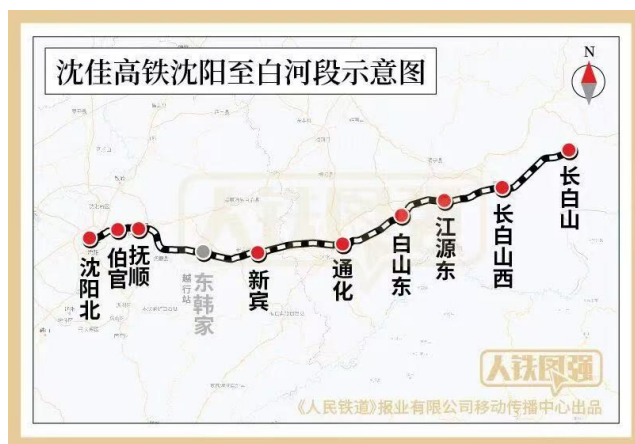
沈白高铁开通带动沈阳和北京方向客源增长。沈白高铁于 2025 年 9 月 28 日开通运营，北京朝阳、沈阳北至长白山站最快分别 4 小时 33 分钟、1 小时 53 分钟可达，出行时间将大幅缩短，也将增加周边省市游客客流。2025 年 10 月 1 日至 8 日，景区累计接待游客 22.17 万人次，同比增长 6.71%，创历史同期新高。牡敦高铁有望在“十五五”期间开工建设，建成后哈尔滨至长白山的车程显著缩短。

图13：沈白高铁规划示意图



数据来源：白山市重点项目建设服务中心公众号，东吴证券研究所

图14：沈白高铁沿途站点示意图

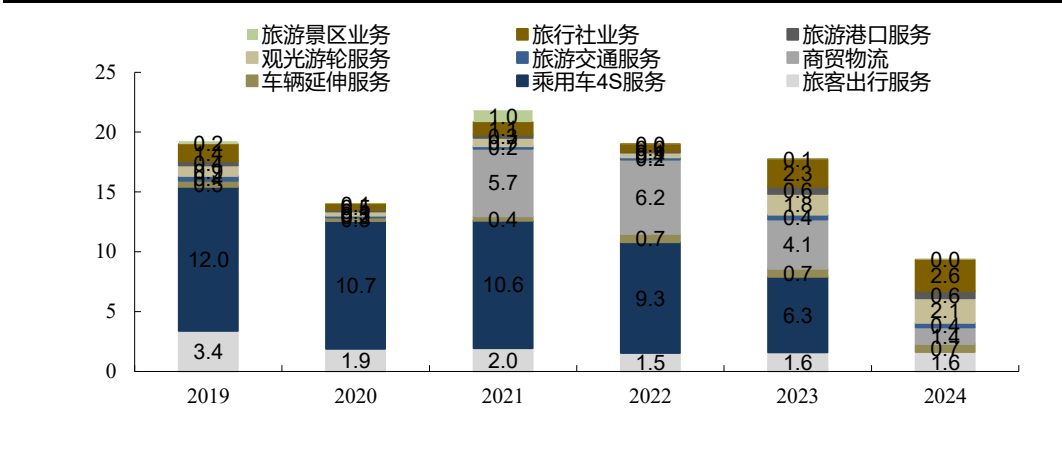


数据来源：中国铁路微信公众号，东吴证券研究所

6.2. 三峡旅游

业务丰富范围广。三峡旅游成立于 1998 年，2011 年上市，湖北三峡旅游集团股份有限公司的主营业务是旅游综合服务业务、综合交通服务业务，旅游综合服务业务包括旅客出行服务、乘用车 4S 服务、车辆延伸服务和商贸物流服务，综合交通服务业务包括旅游交通服务、观光游轮服务、旅游港口服务、旅行社业务、旅游景区业务。2024 年公司收入 7.41 亿元，同比-53.68%，其中旅客出行服务/车辆延伸服务/商贸物流服务/旅游交通服务/观光游轮服务/旅游港口服务/旅行社业务/旅游景区业务分别为 1.62/0.67/1.39/0.39/2.06/0.58/2.64/0.03 亿元，同比 1.16%/0.19%/-66.2%/0.6%/17.7%/1.1%/14.0%/-48.4%，占比为 21.8%/9.1%/18.8%/5.3%/27.8%/7.9%/35.6%/0.3%。

图15：公司收入分业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三峡旅游旗下游轮业务以长江三峡为核心。当前运营游船 32 艘（含 6 艘豪华游轮和 2 艘新能源游轮，并计划在 2026 年和 2028 年分别新增 2 艘省际豪华游轮，以提升运力和市场竞争力。

表8：三峡旅游旗下游轮情况

类型	数量	状态	说明	类型
长江三峡系列豪华游轮	6 艘	运营中	主打高端观光体验，覆盖“两坝一峡”经典航线。	长江三峡系列豪华游轮
西陵峡系列游船	12 艘	运营中	其中 2 艘为新能源游轮，采用绿色低碳技术。	西陵峡系列游船
在建省际度假型游轮	2 艘	在建	计划于 2026 年 4 月和 7 月完工投运。	在建省际度假型游轮

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新游轮具有硬件、服务、旅游体验的产品优势。在建省际度假游轮，引入华为鸿蒙系统，在智能和便捷旅居上相比现有邮轮有档次提升。在服务上，从车站、港口、机场开始，构建全流程一体化体验（含岸上服务），并与天津某演艺集团合作，创新邮轮全程文化体验，实现“登船即入戏”；旅游体验上，新游轮与岸上景区合作错峰游览，统筹优化游览节奏。

图16：省际豪华游轮项目模型

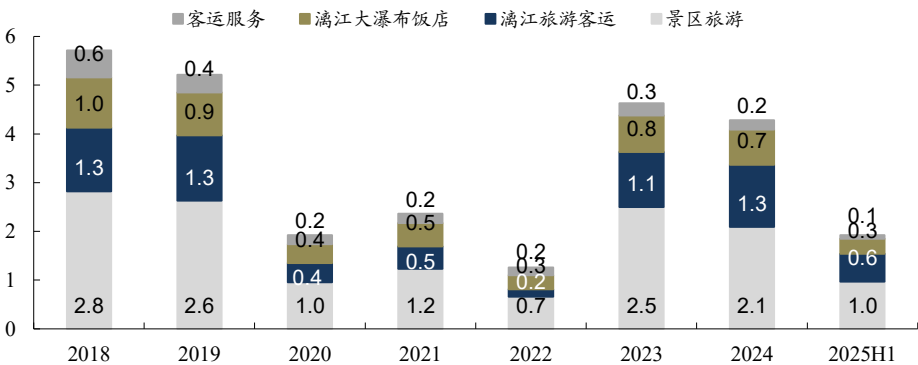


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6.3. 桂林旅游

景区旅游为核心收入来源。桂林旅游成立于1998年4月。2000年5月，公司在深交所上市。桂林旅游拥有国家5A级景区——两江四湖景区、国家4A级景区——银子岩、龙胜温泉、资江天门山，国家3A级景区丰鱼岩，以及著名景区贺州温泉等桂林主要的旅游景区。2024年公司收入4.32亿元，同比减少7.58%，其中景区旅游/游船客运/饭店/客运服务业务收入分别为2.09/1.28/0.72/0.19亿元，分别占比48%/30%/17%/4%，景区旅游为核心收入来源。

图17：公司收入分业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层变动。陈靖女士于2024年12月新任桂林旅投集团董事长。

盘活不良资产，提质增效。公司于 2020-2024 年累计计提资产减值超 4 亿元，涉及长期股权投资、固定资产等标的，同步剥离闲置土地等低效资产。2025 年三季度桂林旅游收购漓胜旅游与景区通公司强化票务数字化协同，11 月公司发布公告拟挂牌处置资江丹霞公司，挂牌价 3450 万元，该公司自 2008 年以来累计亏损 2.9 亿元，其中 2024 年全年亏损 2413 万元。

图18：桂林旅游 2020 年-2024 年资产剥离及计提资产减值的情况

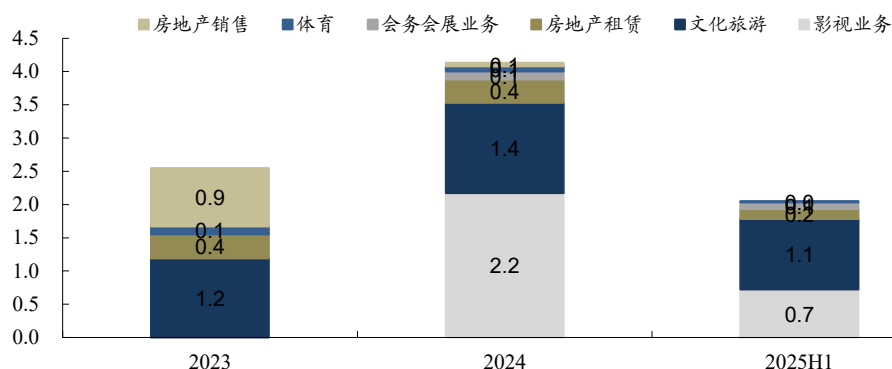
年份	事件类型	具体事件	金额（万元）	影响
2020	资产减值	参股子公司井冈山公司对涉及的杜鹃山索道资产组计提资产减值	7925.16	当年投资收益减少1692.97万元
2020	资产减值	对旅游汽车公司的长期股权投资计提减值准备	5067.33	合并报表不受影响
2020	资产剥离	桂圳公司向桂林旅游发展总公司出售库存商品及投资性房地产	4853.76	清理公司涉房资产业务，归母净利润减少642万元
2020	资产剥离	资源县政府收回资江丹霞公司资源县合浦街北的国有土地使用权	3500	盘活存量资产，归母净利润+1752万元
2020	资产剥离	丹霞温泉公司被破产管理人接管，自2020年12月起公司不再将丹霞温泉公司纳入合并报表范围	-	资江丹霞公司对其债权的损失约为1.45亿元，归母净利润-7,845万元。
2021	资产减值	对罗山湖旅游公司土地使用权计提资产减值	1307.81	归母净利润减少915.47万元
2021	资产减值	对持有的罗山湖旅游公司长期股权投资计提减值准备	6100	不影响合并报表
2022	资产减值	对持有的桂圳公司长期股权投资计提减值准备	5999.78	归母净利润减少4,044.67万元
2022	资产减值	对持有的罗山湖公司长期股权投资计提减值准备	783.85	
2022	资产减值	对丰鱼岩公司的固定资产计提资产减值准备	751.67	
2022	资产减值	对旅游汽车公司的固定资产计提资产减值准备	547.77	
2022	资产减值	对出租车公司的固定资产计提资产减值准备	427.12	
2022	资产减值	对资江丹霞公司的固定资产计提减值准备	291.75	
2022	资产减值	对其他非流动资产象山景区投资款计提资产减值准备	1462.5	资产与净资产同时减少9,191.20万元；归母净利润减少9,191.20万元。
2024	资产减值	对持有的井冈山公司长期股权投资计提减值准备	2220.38	
2024	资产减值	对部分持续亏损子公司的固定资产计提减值	2478.99	
2024	资产减值	罗山湖旅游公司对其他非流动资产计提减值准备	10144.78	净利润减少6.1万元
2024	资产剥离	2024年1月，桂林翰飞健康科技有限公司完成注销登记，不再纳入公司合并报表范围	-	
2025	资产剥离	公开挂牌转让资江丹霞公司100%股权暨债权	3450	优化公司资产结构，提高资产运营效率，减少亏损

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.4. 天府文旅

影视和文旅业务为核心收入来源。公司成立于 1988 年，1994 年上市。公司依托西岭雪山景区，聚焦重点题材与精品 IP 创作，打造影旅融合业务体系。公司主要从事的业务为冰雪旅游业务、影旅融合业务、会务会展业务、体育业务及少量存量房地产租售。2024 年公司收入 4.13 亿元，同比+61.82%，其中影视业务/文化旅游/租赁收入/会务会展业务/体育/房地产销售收入分别为 2.17/1.36/0.35/0.12/0.08/0.05 亿元，占比分别为 52.5%/32.8%/8.5%/2.9%/2.0%/1.2%，影视和文旅业务为核心收入来源。影视业务、会务会展业务为 2024 年新增业务，文化旅游/租赁收入/体育/房地产业务 2024 年收入同比+19%/-3%/-31%/-94%。

图19：公司收入分业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控股股东变更为国资。2019年，公司实际控制人由个人变更为成都市国资委。

天府文旅拟购买冰雪游标的毕棚沟公司 34.3% 股权。2025 年 12 月 5 日，天府文旅正式签署《股权交易意向协议》，拟以现金方式购买西部旅游所持的毕棚沟公司 34.3% 股权，后续将支付意向金 800 万元，另大九旅拟购买重庆冠忠所持毕棚沟公司 51% 股权。毕棚沟景区位于四川阿坝，毕棚沟公司经营景区的交通、酒店餐饮、冬季娱雪项目等旅游配套服务，不含景区门票相关收入。天府文旅经营四川冰雪游核心目的地西岭景区，此次收购是公司聚焦冰雪旅游、构建休闲度假目的地矩阵的重要举措。

图20：毕棚沟景色



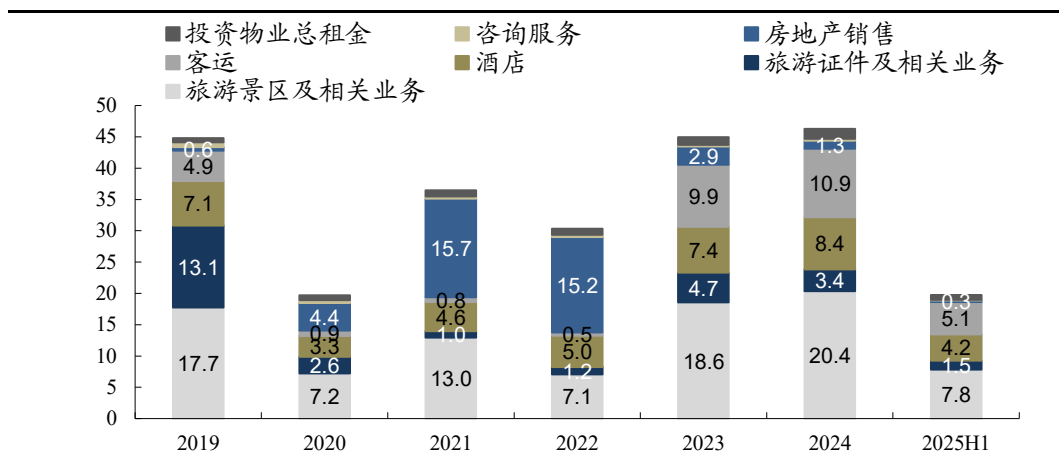
数据来源：毕棚沟旅游景区公众号，东吴证券研究所

6.5. 香港中旅

旅游景区为核心业务。香港中旅成立于 1992 年 7 月，同年 11 月在香港上市，是中

国旅游集团旗下旅游资产投资和运营平台，公司以旅游目的地开发运营为重点，主要业务包括投资与运营旅游景区及相关业务、旅行证件及相关业务、酒店业务、跨境客运业务等。旅游景区作为核心业务，包含主题公园、景区、景区配套服务等业务，旗下资产遍布全国。2024 年收入为 46.27 亿港元，同比+3%，其中前四大业务旅游景区/旅游证件/酒店业务/客运业务收入达 20.37/3.44/8.37/10.93 亿港元，同比+10%/-27%/+14%/+11%，占营业收入 44%/7%/18%/24%。

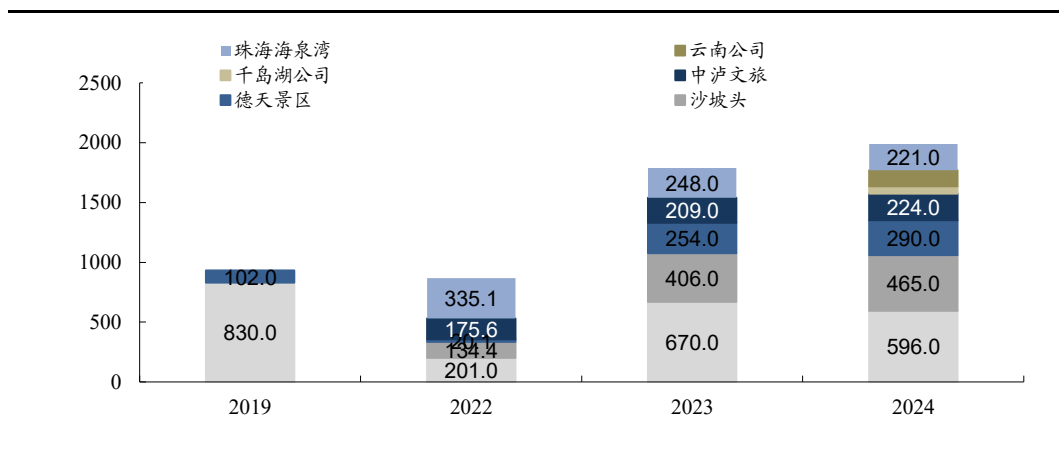
图21：主要业务收入拆分（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

剥离抵效资产，提质增效。香港中旅于 2025 年 10 月 12 日发布公告，拟通过实物分派或现金替代，剥离旅游地产业务。公司将进行集团重组，将涉及旅游地产业务的权益重组至私人公司持有，剥离资产包括珠海海泉湾、咸阳海泉湾、安吉度假村、大空港和金堂项目。拟剥离业务 2023/2024/2025H1 收入分别为 6.3/4.6/1.5 亿港元，净利润-4.6/-2.4/-1.9 亿港元，旅游地产业务业绩持续亏损，且未来盈利能力存在不确定性，建议分派可降低债务水平，减少地产业务对利润的拖累。

图22：相关景区业务收入拆分（百万港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

7. 风险提示

宏观经济波动：经济周期的波动、通货膨胀等因素可能会影响居民消费意愿，经济不景气时，百货和景区公司需求减少，营收可能下滑。

市场竞争风险：由于持续有新增消费渠道和消费产品供给出现，进一步加剧了市场竞争的激烈程度，可能增加企业投资成本。

居民消费习惯变迁：消费者的消费观念和偏好可能随着社会价值导向、文化风潮等出现变化，若百货和景区公司未顺应消费趋势、调整产品结构和调整策略，则可能影响消费者认可度。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>