

中期策略报告

2023年08月15日



中航证券有限公司
AVIC SECURITIES CO., LTD.

社服中期策略：渐进复苏，关注高弹性板块

行业评级：增持

中航证券社会服务团队
分析师：裴伊凡

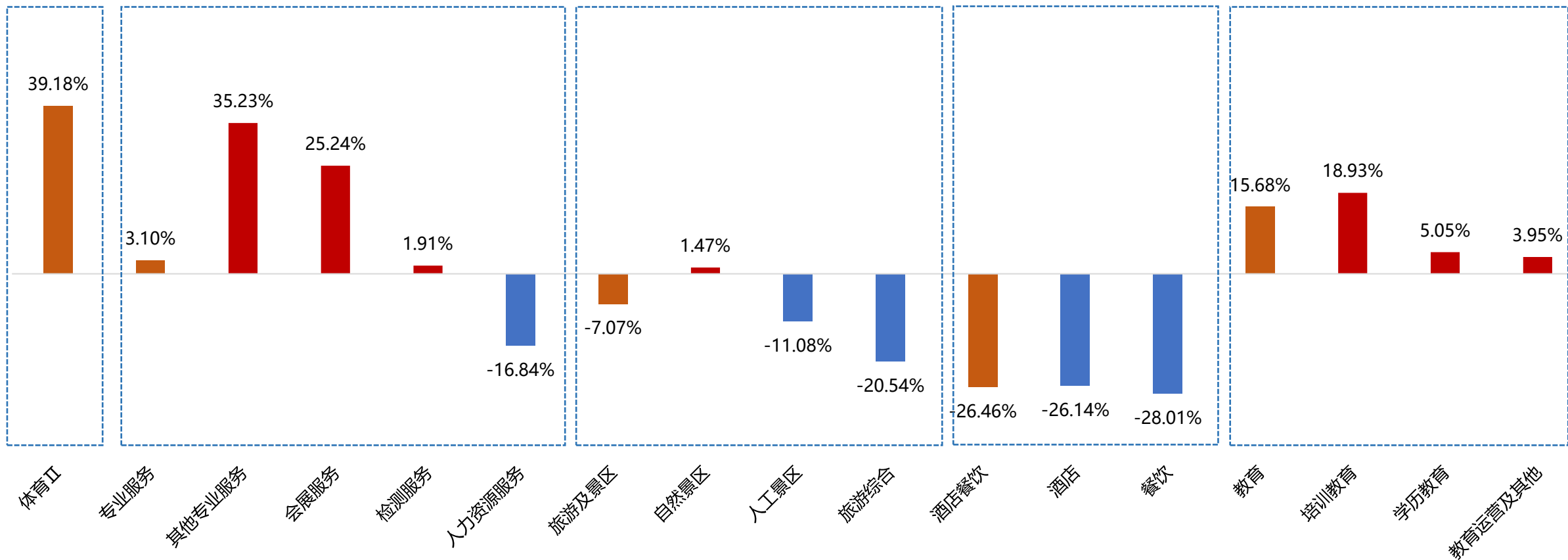
证券执业证书号：S0640516120002
邮箱：peiyf@avicsec.com

23H1社服行业涨跌幅总结

23H1社服行业涨跌幅排名：体育 > 教育 > 专业服务 > 旅游及景区 > 酒店餐饮，社服行业内的各板块呈现结构性行情。①体育和教育板块涨幅较大（分别+39.18%/+15.68%），其中教育板块的三级板块多点开花，除培训教育涨幅较大（+18.93%），学历教育（+5.05%）和教育运营及其他（+3.95%）均实现上涨。②专业服务涨幅相对较小，仅为3.10%，但三级板块出现明显分化；其中会展服务和会展服务其他专业涨幅较大，分别为+35.23%和25.24%，但人力资源服务跌幅较大（-16.84%），检测服务基本维持稳定。③旅游及景区和酒店餐饮板块跌幅较大（-7.07%/-26.46%），除了自然景区三级板块微增1.47%外，其余三级板块均出现不同程度的下跌。

图表1：社服行业按流通市值23H1涨跌幅（申万行业分类）

*橙色填充为二级板块，其余为三级板块，三级板块归属于二级板块

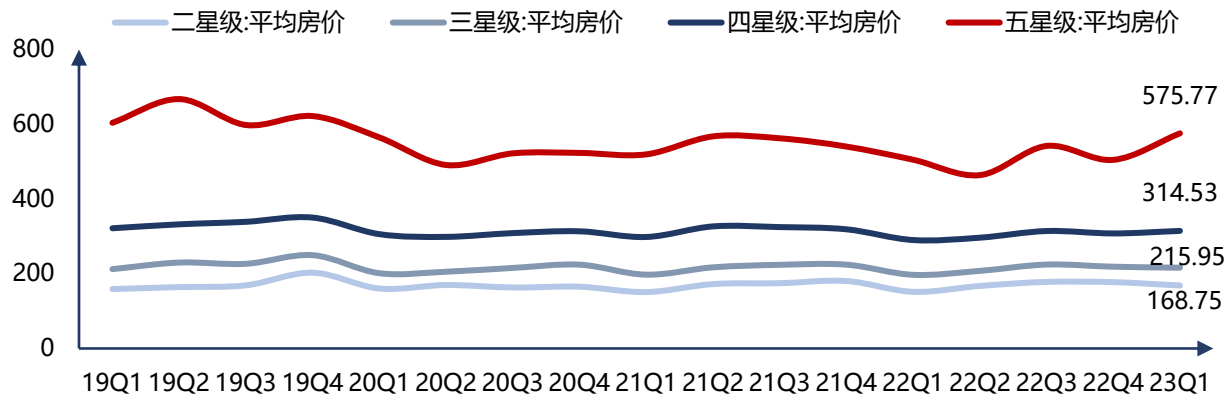


1.1 酒店行业复苏态势良好，龙头酒店成长弹性大

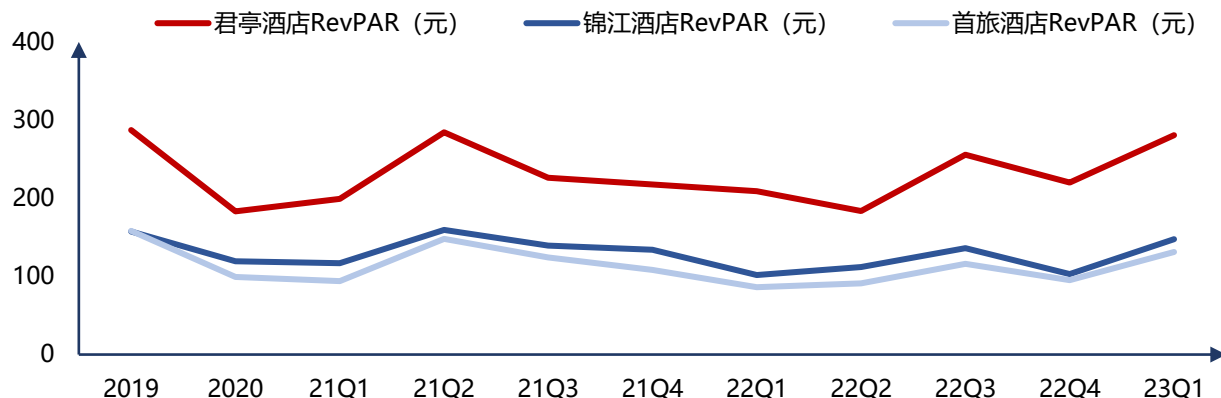
酒店行业复苏加速，龙头酒店平均房价抬升&入住率恢复势头强劲

- 旅游市场复苏强劲的大背景下，出行需求激增，酒店业入住率高位运行。**今年以来，随着居民出行及住宿需求持续释放，酒店行业经营数据恢复度开始攀升。23Q1二星级/三星级/四星级/五星级酒店入住率（OCC）分别为38.4%/39.1%/41.9%/51.7%（分别同比增长7.9pct/6.8pct/10.0pct/19.2pct），入住率同比高增，预计Q3、Q4逐步恢复至2019年同期水平。
- 受益于消费者需求高涨，酒店提价拉动行业经营恢复。**旅客出行需求持续走高，入住率回升带动酒店经营快速恢复，各大酒店通过品牌优化以及开拓新品来提质增收，需求上升与供给优化双重效应致使房价提升明显，星级酒店平均房价基本恢复至2019年同期水平，其中五星级酒店平均房价受22Q4基数较低影响环比高增。

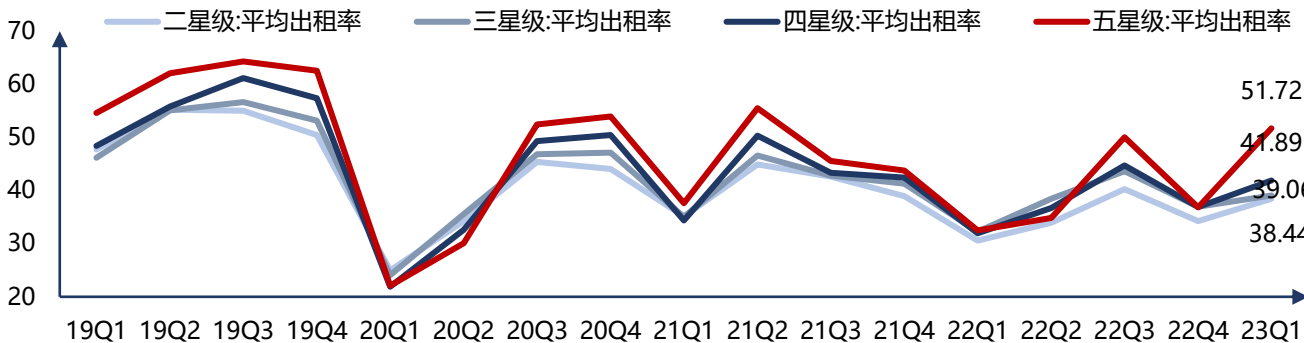
图表2：19Q1-23Q1星级酒店房价变化（单位：元）



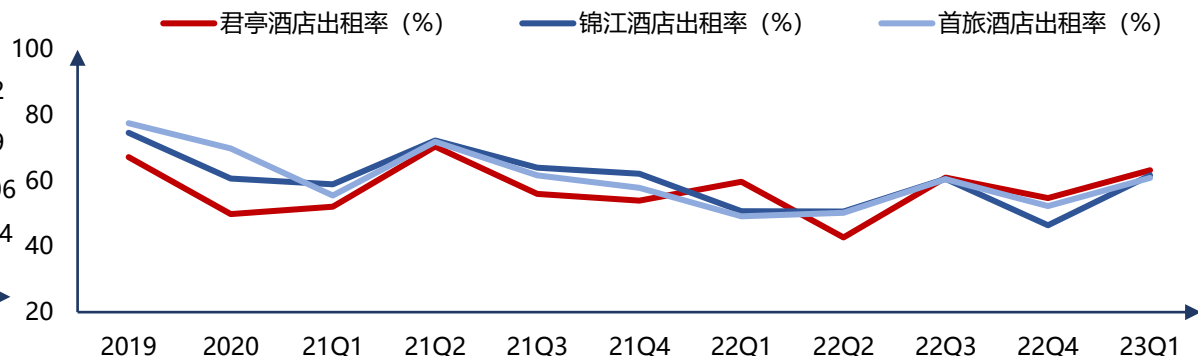
图表3：19-23Q1酒店龙头RevPAR变化



图表4：19Q1-23Q1星级酒店平均出租率变化



图表5：19-23Q1酒店龙头出租率变化

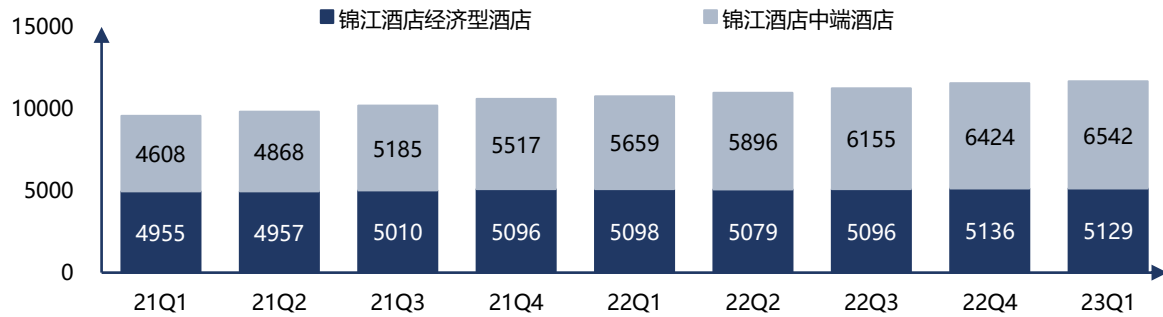


1.2.1 趋势一：关注“品牌升级” + “连锁化”

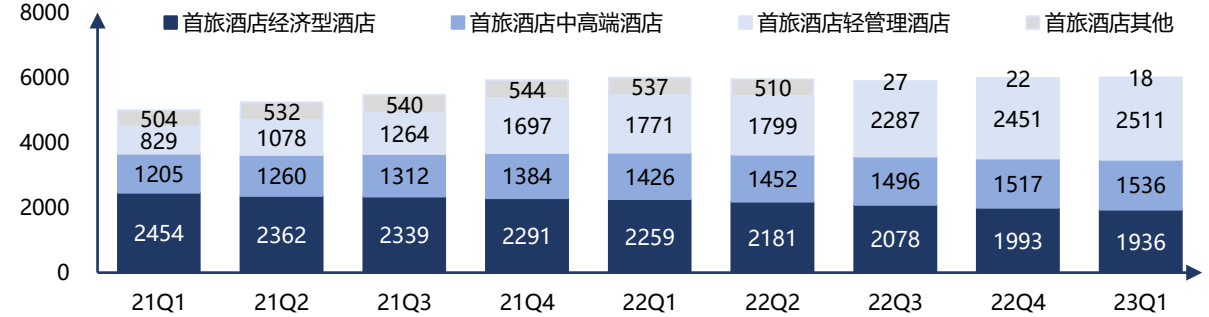
酒店品牌结构加速优化、深耕核心品牌矩阵趋势不变，提质增效、拓维存量市场。

- 各大酒店龙头抢占中高端品牌赛道，深耕“质”与“量”并行以及品牌多样化。**疫后酒店行业供给端尾部出清力度明显，叠加政策支持，各大龙头企业抢占中高端酒店赛道，打造核心品牌矩阵，关注产品内涵与外延价值，建成消费综合体来提升酒店空间坪效。23Q1锦江酒店/首旅酒店经济型酒店数量分别环比-7/-57，中高端酒店数量分别+118/+19。
- 酒店连锁化势在必行，把握存量市场蓝海新机遇。**受益于消费提振带来的旅游市场的复苏，以及城镇化水平带来的渠道下沉机会，连锁酒店的消费需求与日俱增，2022年我国酒店连锁化率升至38.79%，同比+3.79%，连锁酒店(15间及以上)数量为4.61万家，同比+6.72%；连锁酒店(15间及以上)房间数量为449.22万间，同比+6.36%。连锁酒店坐拥品牌优势，通过发挥规模效应来降低相应人力物力投入，使存量物业与酒店的资产价值实现最大化，进而加强品牌形象和市场定位，提高竞争力。

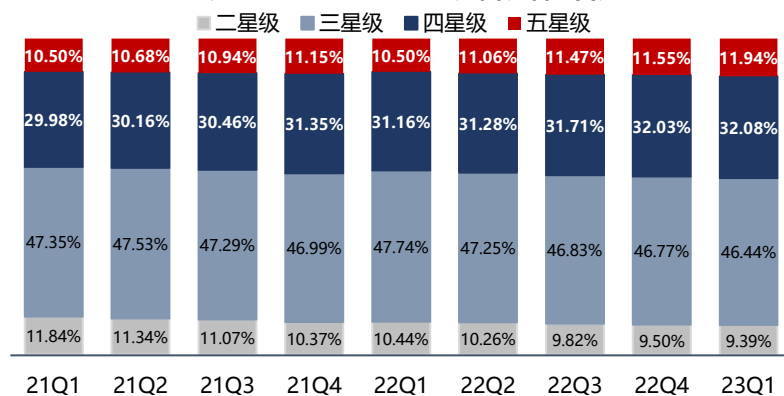
图表6：21Q1-23Q1锦江酒店分类型门店数（单位：家）



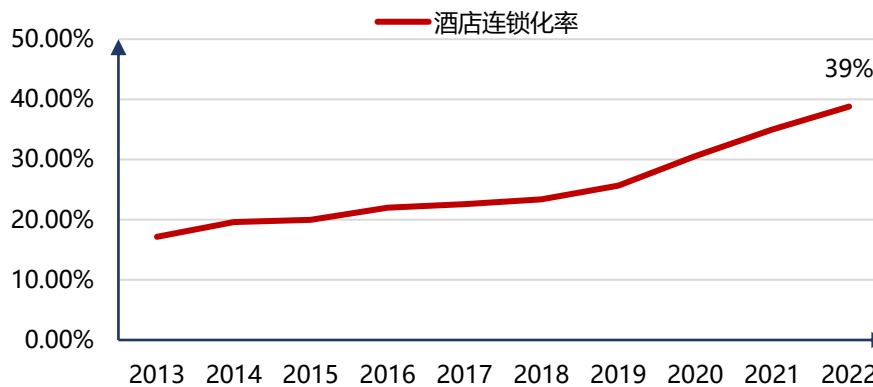
图表7：21Q1-23Q1首旅酒店分类型门店数（单位：家）



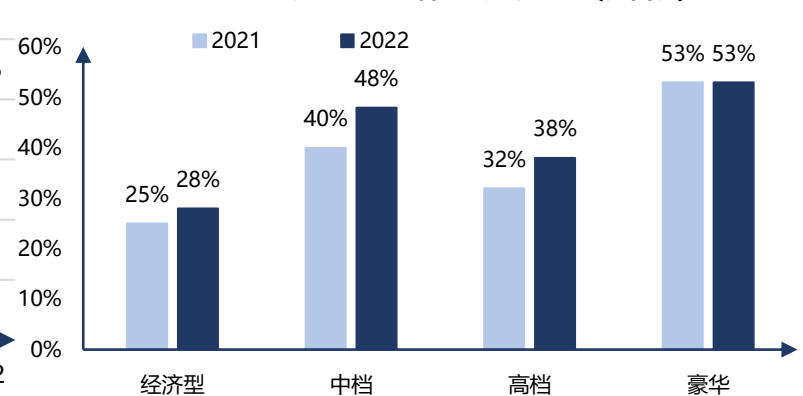
图表8：21Q1-23Q1国内分档次酒店占比



图表9：国内酒店行业连锁化变化



图表10：全国酒店化连锁化率（分档次）



1.2.2 趋势二：正值“暑期+亚运会”，有望带来新一轮增长

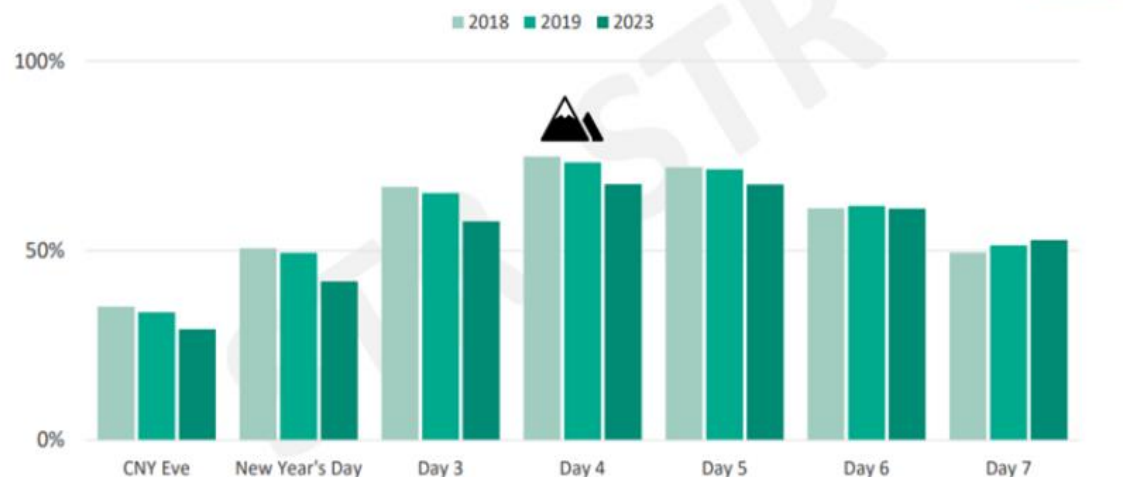
酒店品牌结构优化、深耕核心品牌矩阵、带来提质增效、拓维存量市场。

- 节假日酒店市场需求激增，经济型酒店热度飙升，中高端各项指标稳步增加。** 根据国内旅游抽样调查统计结果，2023年上半年，国内旅游总人次23.84亿，比上年同期增加9.29亿，同比增长63.9%。“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比+70.83%，按可比口径恢复至19年同期的119.09%，游客出行需求高涨带动酒店行业整体回暖。据迈点咨询数据显示，五一期间，样本酒店假期OCC为82.5%，总营收均值为52.87万元，RevPAR为505元，ADR达到615.83元，客房成为主要营收板块，收入占比均值近78%。
- “假日经济”推动下，看好H2受“暑期+亚运会”双重影响，保持量价齐升趋势。** 根据携程数据显示，暑期预计能在消费人次、消费力上实现均衡复苏，跨省游订单超七成，2023年暑期热度有望全面超过2019年同期。另外亚运会、国庆假期、中秋假期以及冬季冰雪游催化，H2呈现高景气态势或将延续。

图表11：春节期间入住率已经趋近疫情前水平

入住率趋近2019年同期水平

Occupancy edging closer to 2019 levels



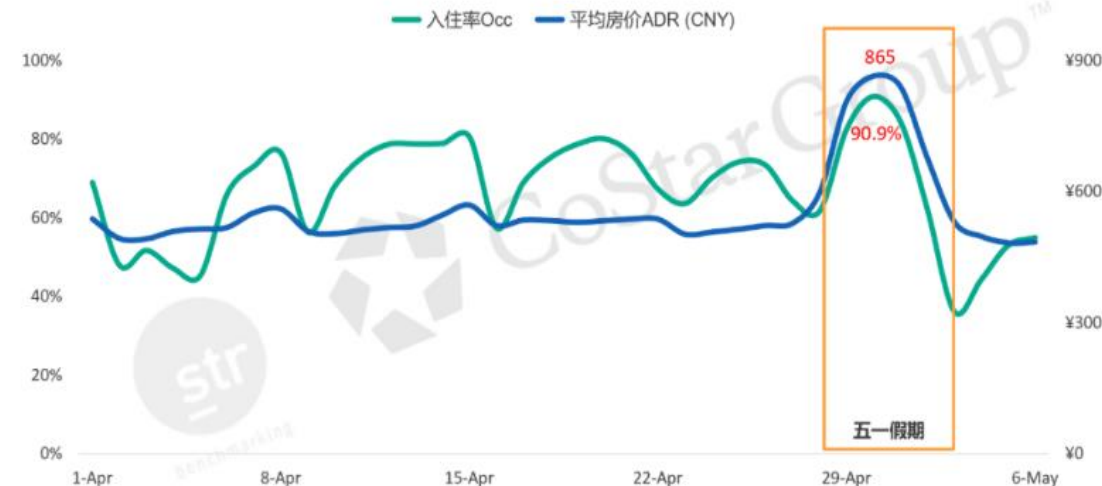
CoStar Group 中国内地，入住率净值，2018、2019及2023年春节假期
Mainland China, Daily Occupancy, CNY holiday, 2018, 2019 & 2023

Source: STR. © 2023 CoStar Group 21

图表12：2023年国内酒店OCC和ADR变化情况

全国入住率和平均房价均创新高

Both occupancy and rate created new record in 2023



中国内地，日度入住率和平均房价水平，2023年4月1日至5月6日
Mainland China, daily OCC and ADR (CNY), 1 Apr - 6 May 2023

1.3 核心标的：关注深耕中高端品牌多样化发展和标准化管理的龙头酒店标的

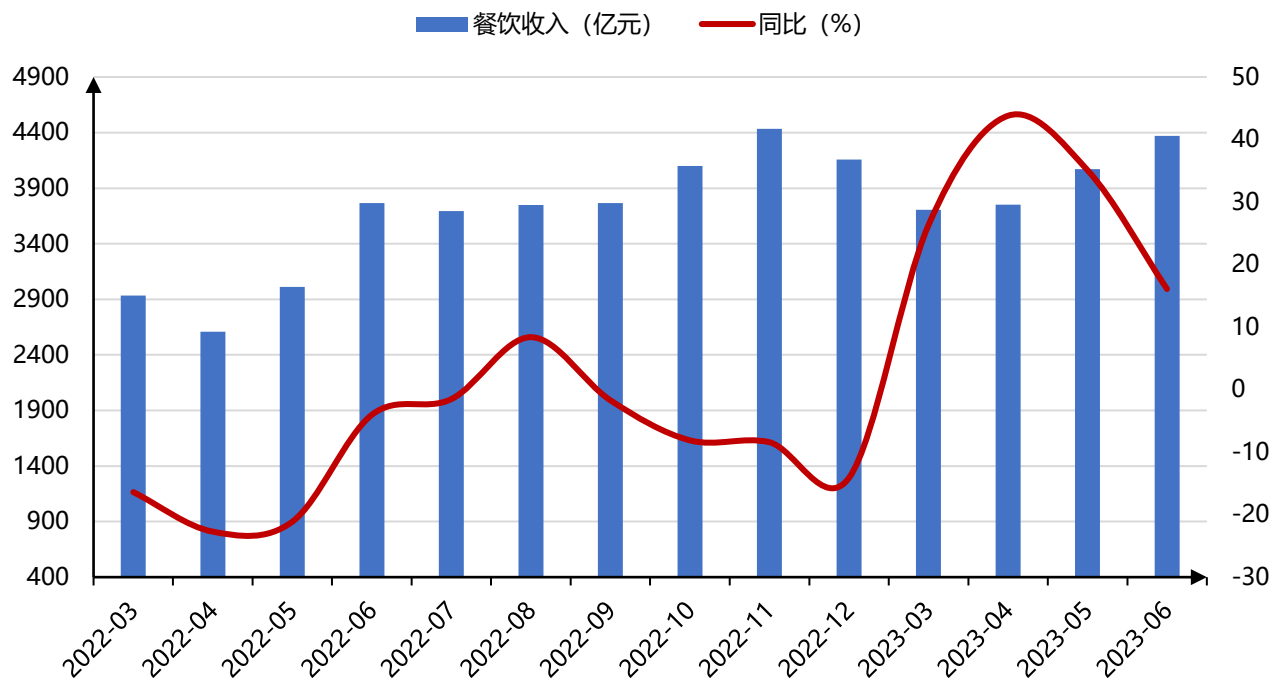
- ▣ **投资建议：**今年以来，旅游需求复苏态势强劲，板块经营数据较19年的恢复度进一步走高，酒店行业已经进入价值上升周期，在历经行业供给出清和格局优化的大背景下，酒店行业加速全面数字化转型，科技赋能酒店运营管理效率，深耕自身品牌矩阵叠加“品牌多样化+管理标准化+拓店连锁化”精细化管理模式，酒店龙头竞争优势较大，行业集中度有望进一步提升。
- **【锦江酒店】**公司加快市场化改革落地，打造产业链优势，积极推进资源统筹和业务协同，在中国区业务精简优化组织架构，在海外推进业务整合。同时，公司加快落实五年规划，提升境内酒店运营能力、建立全球品牌管理系统以及形成全球一体化会员体系和管理能力；推动WeHotel与中国区深度融合，加强卢浮品牌以及海路投资子公司的资产运营与管理，有望带来新的盈利增长点。
- **【首旅酒店】**公司加快开店速度，计划在2023年新开酒店1500-1600家，全面推进“全系列多品牌”发展；继续进行酒店升级改造和品牌升级迭代，对会员体系进行持续创新升级，打通会员在酒店住宿+生态消费+互动社交等的综合价值；公司持续布局云系列等轻管理品牌，同时推出扉缦、诺金、安麓等中高端品牌，进一步完善品牌布局。
- **【君亭酒店】**公司加速布局直营项目，1家直营店投入使用，2家直营店处于待开业试运营阶段，通过品牌整合构建多品牌新矩阵，实现高品质可持续发展，形成广泛的品牌影响力；同时公司坚持地区发展战略，依靠“一店一品”策划能力和现有优质单点模型全面推进集团规模化经营；公司新设立上海君达城商业发展有限责任公司，计划2023年启动资产管理任务，将集团酒店核心管理能力与Pre-REITS、产业并购基金相结合来培育全生命周期的资产管理水平；杭州亚运会于9月在杭州正式举行，公司旗下多个酒店品牌被指定为官方接待酒店，公司有望迎来业绩提振。

2.1 餐饮行业经营数据强势反弹，门店连锁化逐年提升

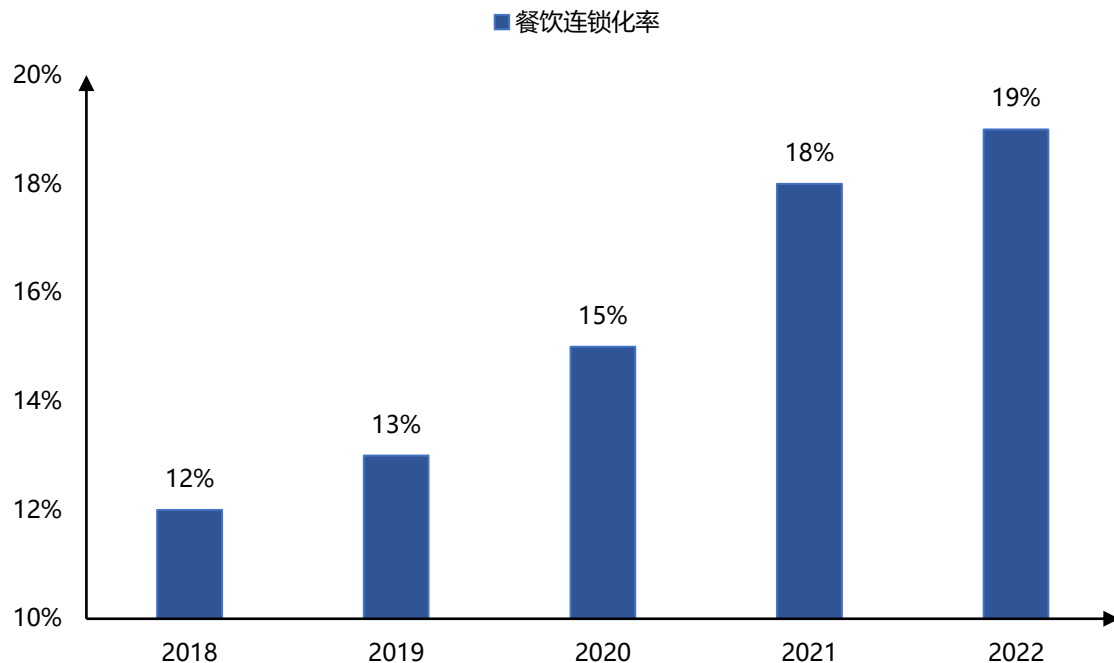
□ 餐饮行业经营数据快速恢复，连锁化率逐步提升。

- 万亿市场逐步复苏，2023餐饮行业经营数据已超疫情前同期。** 2023年以来，随着出行限制取消以及消费需求加速回暖，线下消费场景不断修复，餐饮行业涅槃焕发新生机。国家统计局数据显示，今年1-6月，全国餐饮收入24329亿元，同比增长21.4%。据中国烹饪协会分析，1-6月，全国餐饮收入、限上餐饮收入增速分别比上年同期上升29.1个、31.3个百分点；餐饮收入增幅领先社会消费品零售总额增幅13.2个百分点；全国餐饮收入总规模超过2019年同期。
- 行业整体连锁化率持续提升，马太效应加剧。** 2022年国内餐饮连锁化已达到19%，同比+1pct，随着数字技术的更迭换代，龙头餐饮企业通过不断升级产品服务和管理模式，进一步优化营收结构，提升餐厅运营效率，为消费者提供更优质的用户体验，带动品牌核心竞争力的提升，实现高质量发展。

图表13：2022年3月以来全国餐饮收入及同比增速



图表14：2018-2022餐饮连锁化率趋势



2.2.1 行业趋势一：数字化升级+渠道双线化

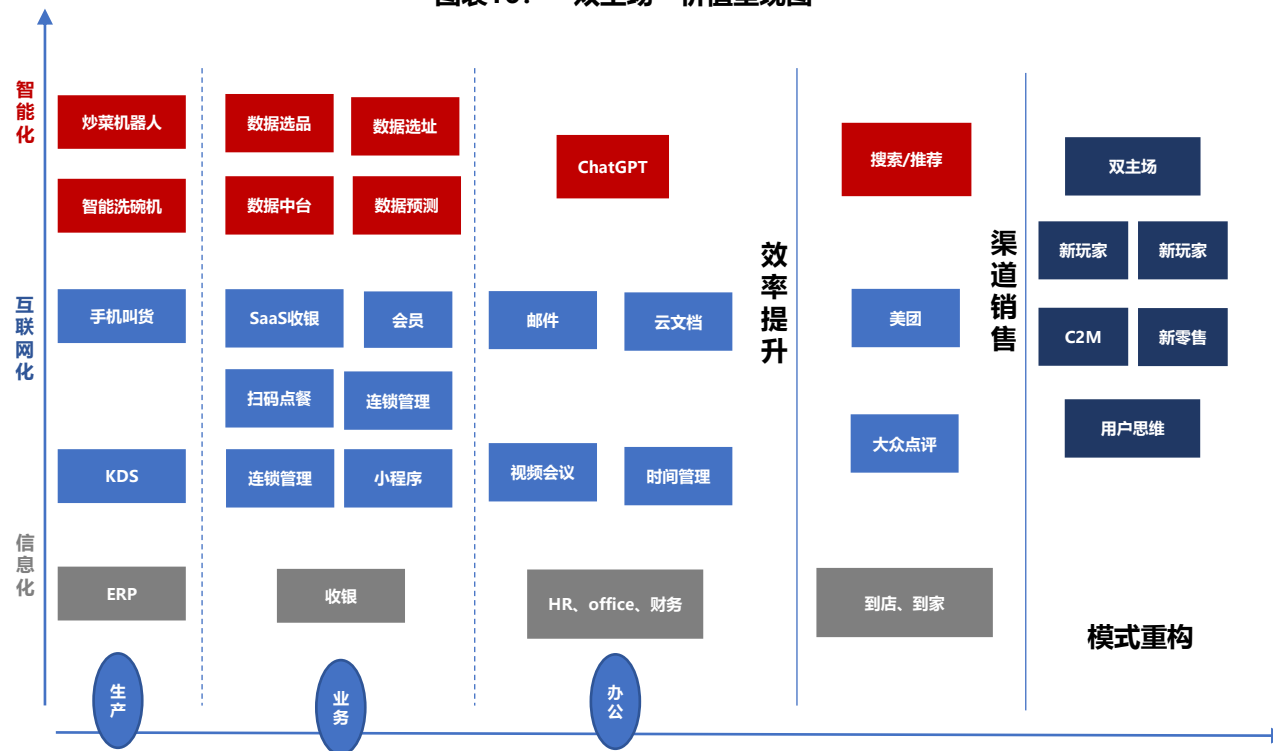
数字化助力餐饮精准营销，“数字化变革+渠道双线化”引领行业变革

- 数字化改革以消费者为中心，对消费历程进行深层次挖掘：餐饮行业的数字化变革将以消费者为核心，大数据分析、私域流量、人工智能、机器学习技术等新技术被广泛运用，围绕“人”、“货”、“场”进行数据的采集和打通，从而优化各个流程环节；**商户数字化升级方向：前端社区化、中端电商化、后端标品化。**
- 新营销引领新餐饮潮流，发力“线上+线下”双主场。城镇化率上升、互联网消费习惯沉淀、家庭小型化趋势明显等因素驱动下，餐饮行业正在进入堂食外卖并重的“双主场”时代，满足线上线下两个市场的人群细分和需求细分，以此实现双重营销的目的，产业竞争格局或将迎来新的变迁。；同时，餐饮企业以精细化管理和数字化经营拓展私域流量，提升品牌客户粘性，打造多场景餐饮模式，构筑消费市场新的增长曲线。

图表15：餐饮数字化全景图



图表16：“双主场”价值呈现图

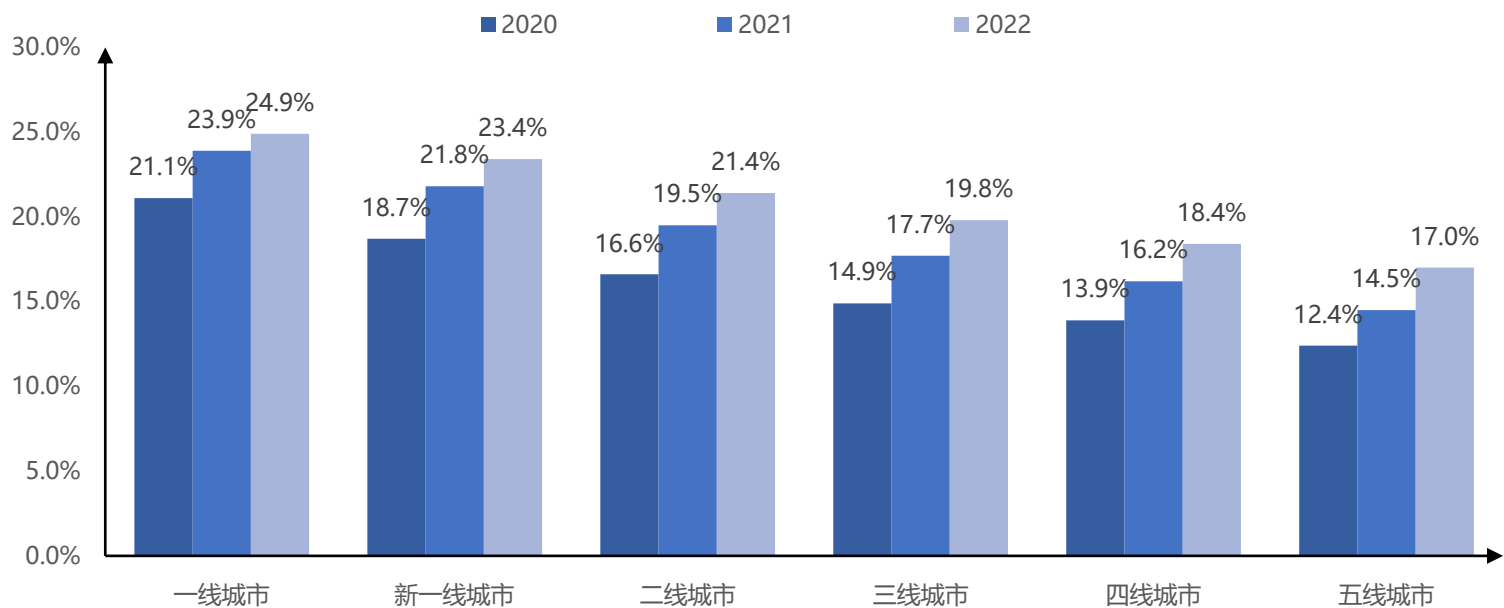


2.2.2 行业趋势二：“内核+外延”，积极拓展连锁生态

餐饮连锁化进程提速，夯实品牌内核+试水创新营销

- 优化单店模型和连锁经营模式，深度布局下沉市场。连锁生态：**2022年餐饮门店连锁化率稳步提升至19%，餐饮行业连锁化率持续提升，餐饮行业历经中小企业加速出清的重塑阶段，行业重回有序增长轨道，连锁餐饮企业依托强大的供应链体系、精细化的经营管理能力和品牌溢价优势，具备更强的业务灵活性和市场抗风险能力。**市场下沉：**2021/2022年下沉市场（三四五线城市）连锁门店比例同比增速快于一二线城市，约高1-2pct，供给端，下沉市场租金、人力等成本相对更低；需求端，下沉市场居民生活压力相对较小，可以有相对更多的消费支出，且很多城市还处于普及型消费阶段，有望成为未来争抢的高潜力市场。
- 聚焦创新营销，打造差异化优势构筑业务增长飞轮。**各大餐饮龙头“餐饮、酒店、食品”双轮或三轮联动发展，形成业务增强和高质量发展新格局，如西安饮食，聚焦“餐饮主业+食品工业叠加式双轮驱动”发展战略，实施管理体系重塑、老字号振兴、食品工业升级等工程，同时聚焦文化营销，以品牌强魅力。全年开展二十四节气、老字号技艺巡回展、丝路美食·知味陕西十余起系列主题营销活动，增强消费者与老字号品牌黏性，助力经营提升。

图表17：不同城市连锁门店所占比例



图表18：餐饮龙头品牌产品

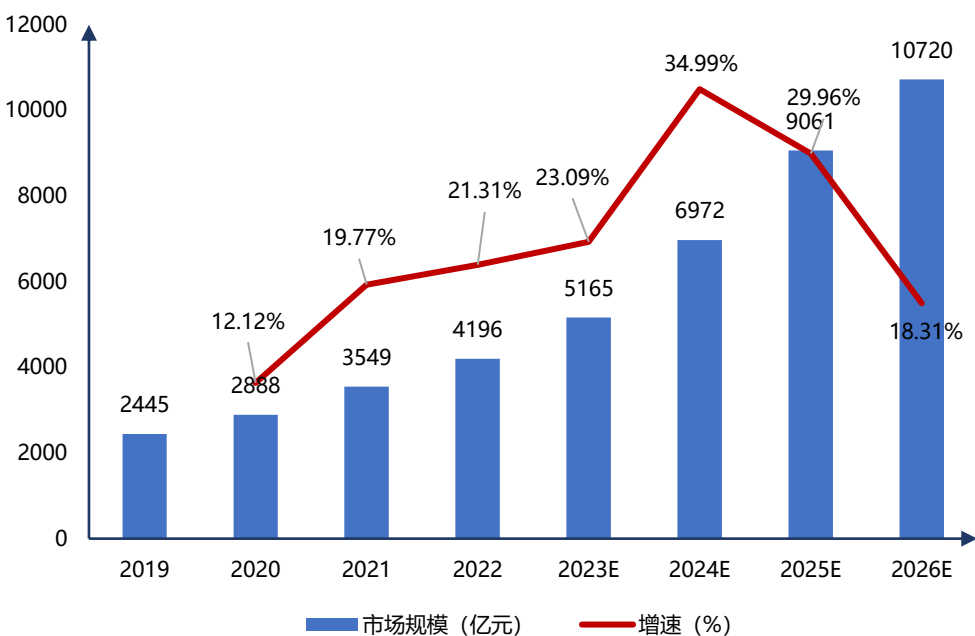


2.2.3 行业趋势三：群雄逐鹿，抢占餐饮赛道新风口

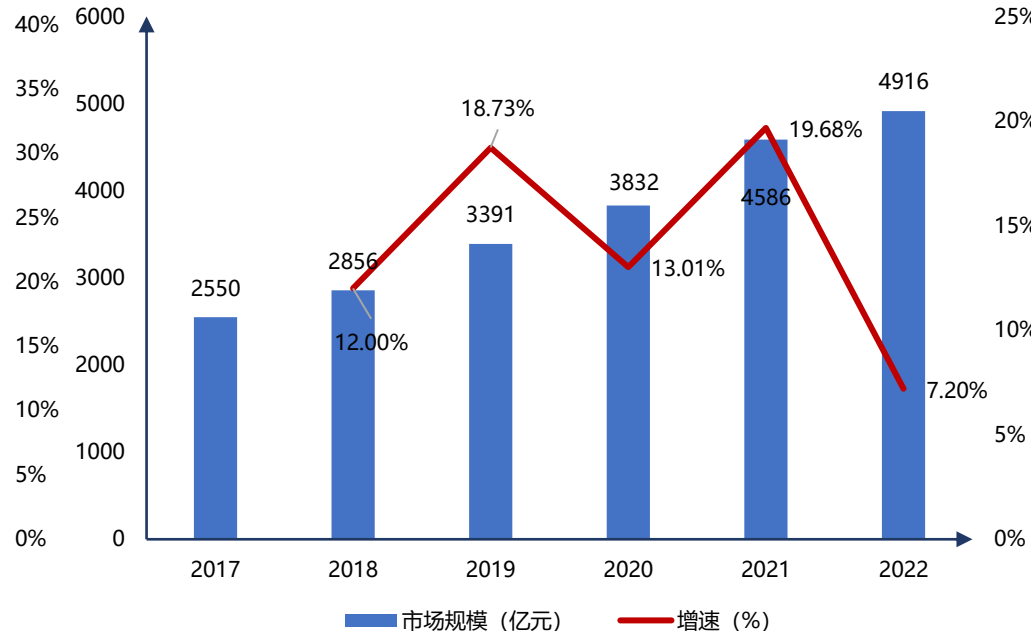
加码预制菜赛道，C端市场或迎高景气

- 国家及地区政策落地，助推预制菜产业发展。** 2023年2月，《中共中央国务院关于做好2023全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出培育发展预制菜产业，预制菜首次写入中央一号文件，地方政府纷纷下场：建立预制菜产业联盟，开发预制菜产业园，成立有地方特色的预制菜研学基地。据艾媒咨询预测，2022年中国预制菜市场规模达4196亿元，同比增长21.3%，预计2026年市场规模将达10720亿元。
- 降本增效+冷链物流建设，预制菜在C端市场蓬勃发展。** 近年来外部环境变化致使实体餐饮业屡受打击，降本增效需求上升，餐饮行业急于摆脱高人工/高房租/高原材料/低利率的经营困境，冷链物流发展带来的菜品新鲜度提升，发展C端市场成为诸多企业的共同选择。对于C端用户来说，三年来的外部环境催化、家庭结构的变化（独居和小型家庭数量攀升）、品类教育成熟的背景下，市面上的预制菜品类增多、品质提升，其高便利性、高性价比、多创新菜品驱动消费者购买意愿，C端市场有望迎来蓬勃发展阶段。

图表19：预制菜市场规模



图表20：冷链市场规模

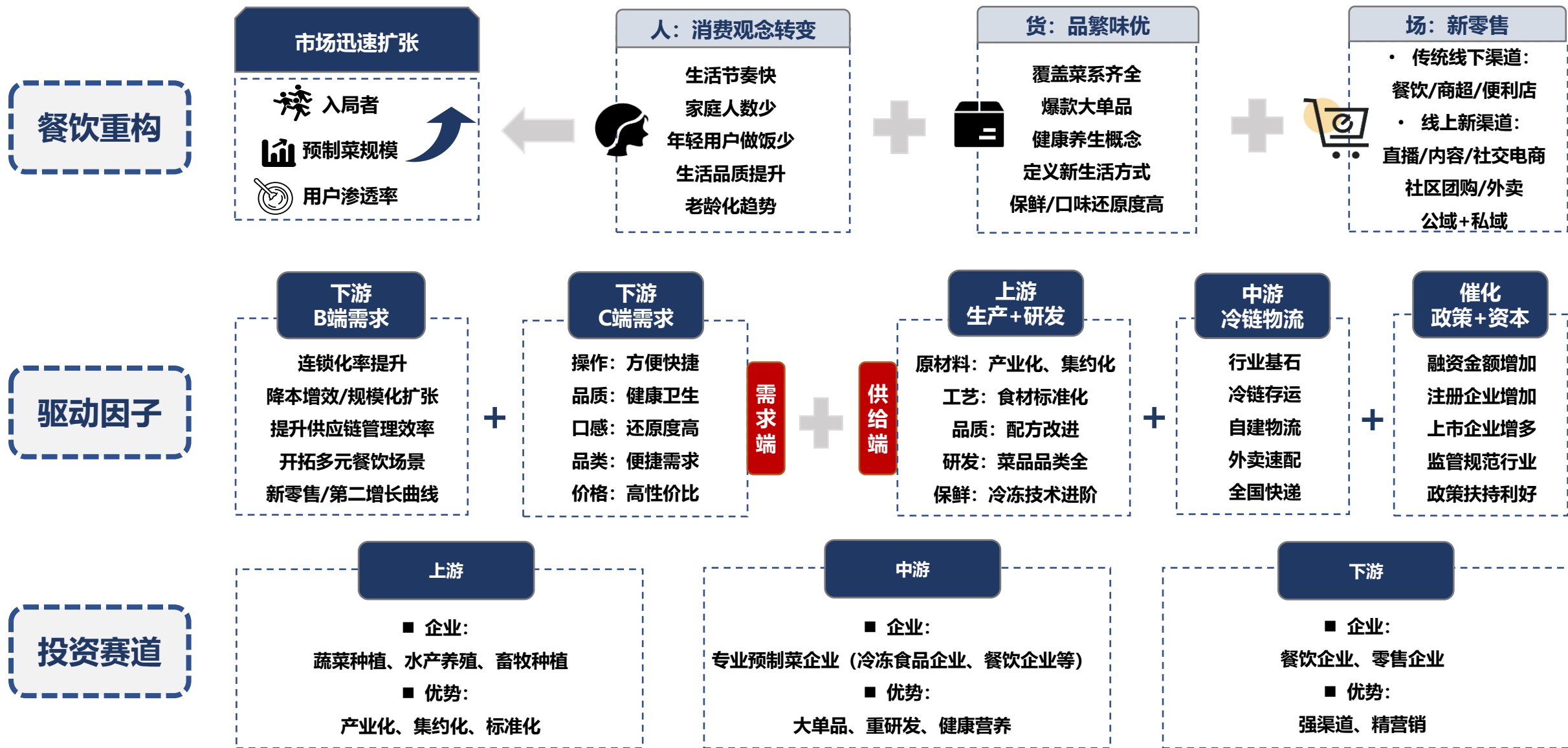


图表21：冷链对预制菜的影响

- 冷链物流使预制菜企业线上线下发展成为可能，也预示预制菜向C端市场发展的趋势
- 下游主要偏向B端，B端和C端需求存在明显区别，B端是降本增效，C端是健康、便利和性价比
- 冷链运输可以有效触及C端消费者，且满足消费者便利需求

2.2.3 行业趋势三：群雄逐鹿，抢占餐饮赛道新风口

图表22：预制菜现状、驱动因子、投资赛道



2.3 核心标的：关注打磨品牌差异化优势和专部门店连锁化、数字化的餐饮行业标的

► **投资建议：**2023以来，供需两端双重利好使餐饮行业加速复苏，餐饮企业深度布局连锁化展店，叠加数字营销以及给品牌注入文化基因来构建行业竞争壁垒；中国预制菜行业刚刚起步，伴随着中国冷链物流基础设施的完善，产品供给的不断丰富，B/C端市场呈现需求双旺的增长态势。从客群看，预制菜市场目前以B端为主，B端来看，市场相对成熟，中国餐饮连锁率较美日市场还有较大的提升空间，预制菜具备成本低、标准化程度高的优势，可以助力连锁企业在扩张过程中减少人工成本、后厨面积，提升出餐效率，保证口味稳定，提升食品安全质量保证，不断提升整体盈利水平，此外，外卖、团餐、乡厨等多元化餐饮场景成为B端需求的新增量；C端来看，市场仍处于导入期，预制菜操作方便快捷，适用都市快节奏生活，满足新一代消费群体的多元餐饮需求，C端市场渗透率快速提升中，未来有望引领行业的新增长。

■ 【西安饮食】

► 公司计划2023年围绕餐饮主业“文化体验店+连锁便民利民店”两大模式，通过直营、联营、合作等方式，扩大增量、优化存量；聚焦老字号文化属性，全面运用自媒体矩阵、优化品牌商业模式和文化属性、重塑公司CIS体系，增强与消费者的情感互动，巩固公司行业地位和品牌实力；公司发挥电商平台运营主力作用，打通线下线上会员管理，建立总部、品牌、门店三级管理体系，以“饮食西安”公众号、各品牌小程序、门店微信社群、企业抖音账号，通过各类营销活动、产品发布及用户互动，扩大私域流量的转化带来新看点。

■ 【金陵饭店】

► 公司深耕直营旗舰店和委托管理门店，将民族文化与品牌特色深度融合，积极布局预制菜市场；公司推进集采平台升级和供应链体系改革，推进精品淮扬菜和文创产品设计研发（编制《金陵大师经典淮扬美食画册》，举办菜品创新大赛、地标美食节），重点布局连锁酒店智能化，重点优化以ERP为核心的战略管控体系；公司设计出品“金陵璇宫宴”、“星厨盛宴”等主题活动，打造“专精特新”的高端品牌示范酒店，同时以绿色旅游饭店为抓手、数转智改为突破，将硬件品质提升与绿色节能环保深度融合为新看点。

■ 【同庆楼】

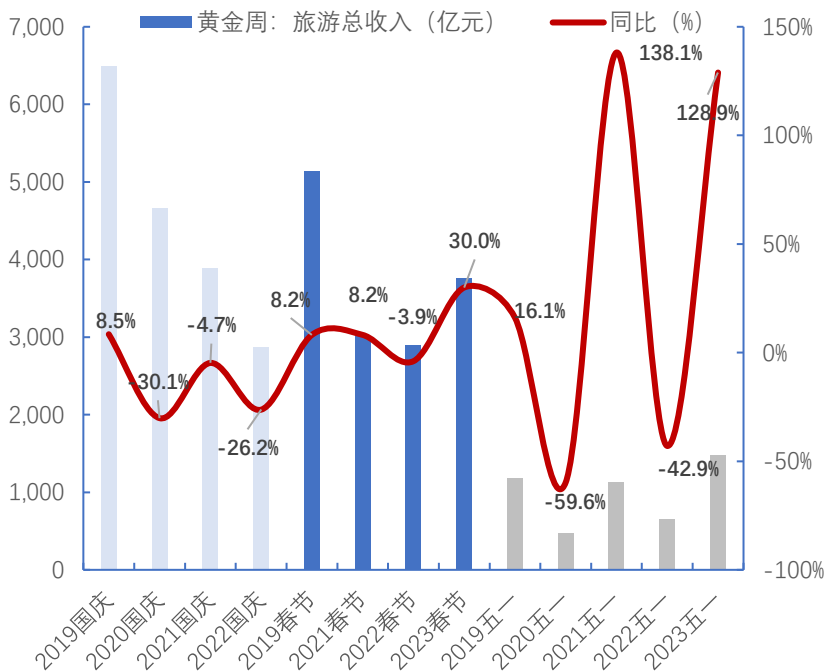
► 1.餐饮业务：2023年公司计划完成4-8家新店开业，拓展10家门店物业作为新店储备，提高宴会多品牌影响力，一站式宴会服务打造差异化优势有利于快速抢占市场份额2.酒店业务：2023年公司计划完成2-4家新店开业，发展经营委托管理项目1-3家，聚焦长三角，挺进大湾区，数字化经营助力资源释放，可复制体系加速门店扩张。3.食品业务：2023年食品公司全力打造自驱型组织，优化业务流程，全面提升组织运营效率。完善六大产品体系，打造线下商超直营+线上带货代销运营+经销商赋能为一体的销售渠道以提高用户粘性。

3.1.1 旅游市场蓬勃复苏，消费活力持续释放

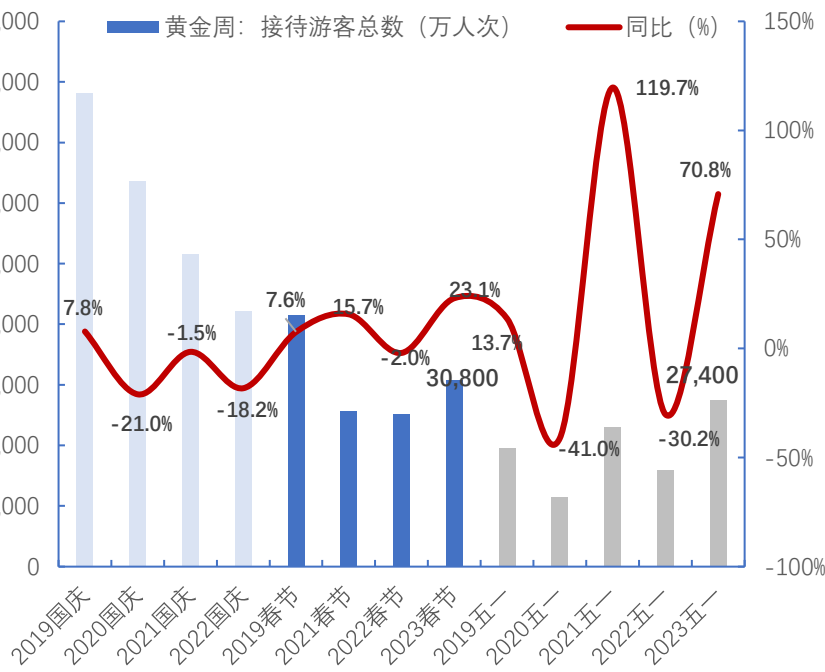
旅游行业迅速回暖，市场消费信心稳健恢复

- 消费者出行需求持续释放，旅游市场经营数据加速恢复。**据文旅部数据显示，2023年上半年，国内旅游总人次23.84亿，比上年同期增加9.29亿，同比增长63.9%，春节/清明/五一/端午的旅游出游为3.08/0.24/2.74/1.06亿人次，同比增长23.1%/22.7%/70.8%/32.3%，分别实现旅游收入3758/65/1481/373亿元，同比增长30%/29%/129%/45%。出行限制取消之后，旅行市场迎来补偿性反弹，报复性需求加速释放。
- 假日出游需求集中释放，人次和收入大幅增长。**据文旅部数据显示，2023年春节/五一/端午旅游收入分别恢复至2019年的73%/101%/95%，旅游人次和收入大幅增长，各地旅游市场复苏明显。

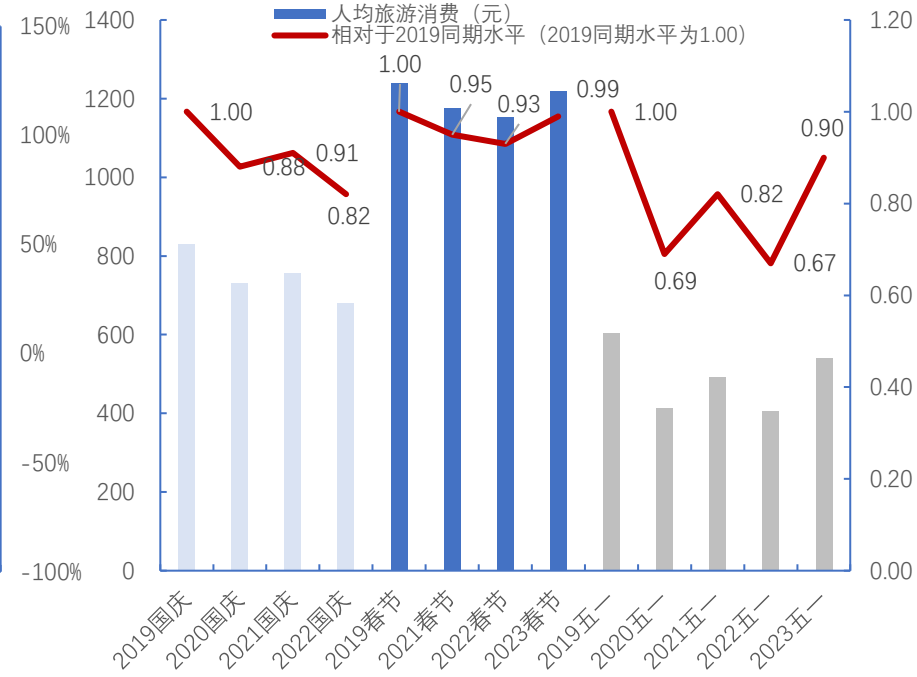
图表23：2019年以来节假日旅游收入水平



图表24：2019年以来节假日出行游客人数



图表25：2019年以来节假日人均旅游消费



3.1.2 多元发展奠定旅游基调，打造内容旅游拉动消费

□ **旅游市场多元化发展，内容赋能激发活力。**当前，我国旅游消费呈现多样化、个性化的升级趋势。2023上半年，旅游方式的创新在促进旅游消费、培育绿色健康生活方式等方面发挥了积极作用，如特种兵旅游、熊猫打卡、影视剧打卡等。与此同时，“旅游+”为旅游业加进特色和亮点，“旅游+美食”、“旅游+文化”、“旅游+体育”、“旅游+非遗”、“旅游+乡村”等推动旅游市场迸发新的活力，个性化旅游需求将加速释放，有望带动下半年旅游人次和收入齐升。

图表26：2023H1旅游热点事件“出圈”，市场需求持续向好

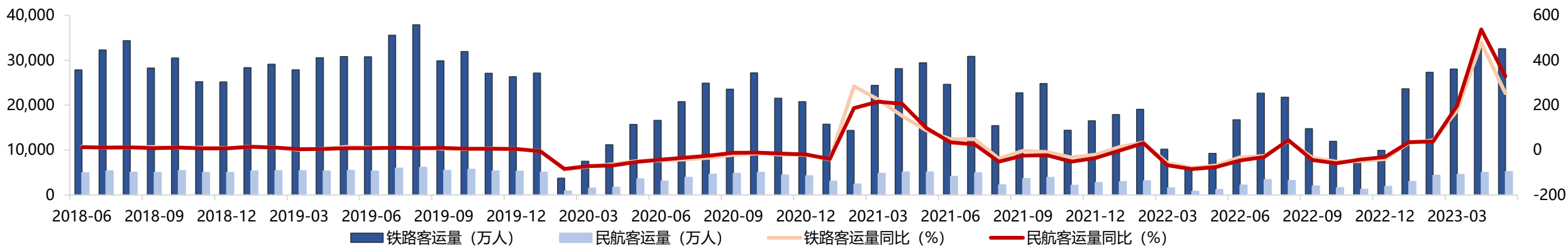


3.2.1 短期趋势：关注“暑期+亚运会”带来的客流增量红利

短期趋势：“暑期+亚运会”双重效应有望推动旅游业不断升温。

- 铁路、民航客流量基本回到疫情前同期水平。**铁路方面，全国铁路预计7月1日至8月31日发送旅客7.6亿人次，日均发送1200万人次以上，较2019年同期有较大幅度增长；机场航运方面，民航局的数据显示，暑运期间，预计每日将有近195万人次旅客通过航空出行，全国日均保障航班16500班，恢复至疫情前同期水平。同时据杭州文旅大数据预测，亚运会期间，杭州将迎来近年来最为密集的游客潮，预计国内游客达1848万至2270万人次。出行需求激增的大背景下，各个旅游项目也彰显强大活力。
- 高温催热避暑游、夜游，旅游市场迸发强大动力。**今年夏天的异常高温无疑使避暑游在旅客暑期出行中占较大比重，马蜂窝数据显示，6月“国内避暑”相关搜索内容增长达150%，避暑旅游需求正在加速释放。夜游经济作为非避暑地的避暑补充内容对旅游行业也有较大提振作用，文旅部遴选建设国家级夜间文旅消费集聚区助力夜游经济发展，暑期看好避暑地、夜游区经济率先发力。
- 把握“银发经济”机遇，深耕疗愈度假村系列品牌。**今年五一假期，老年人群体出游热情高涨，跟团游依然是主流。相关平台数据显示，“50后”和“60后”用户酒店预订量较2019年同期增长近4成，机票预订量与2019年同期基本持平，门票预订量较2019年同期增长超一倍。老年游客消费升级趋势明显，看好布局“康养+旅游”以及撬动银发经济市场的相关企业发展。
- 长线游热度不断提升，亲子游、研学游等个性化出行迎高景气。**根据携程数据，截至7月5日，暑运前五日长线游订单较6月增幅为64%，假期直接推动了旅客出游半径、出游天数的拉长；驴妈妈的《报告》数据显示，2023年暑期亲子游迎来全面复苏。主题乐园、动物园、植物园产品预订量持续攀升；2023年7月以来，同程旅行平台“研学”相关旅游搜索热度环比上涨203%，“亲子”相关旅游搜索热度上涨162%，看好专心打磨旅游研学、亲子游项目的企业业绩进一步增长。

图表27：铁路、民航客流量逐月统计表以及同比趋势图

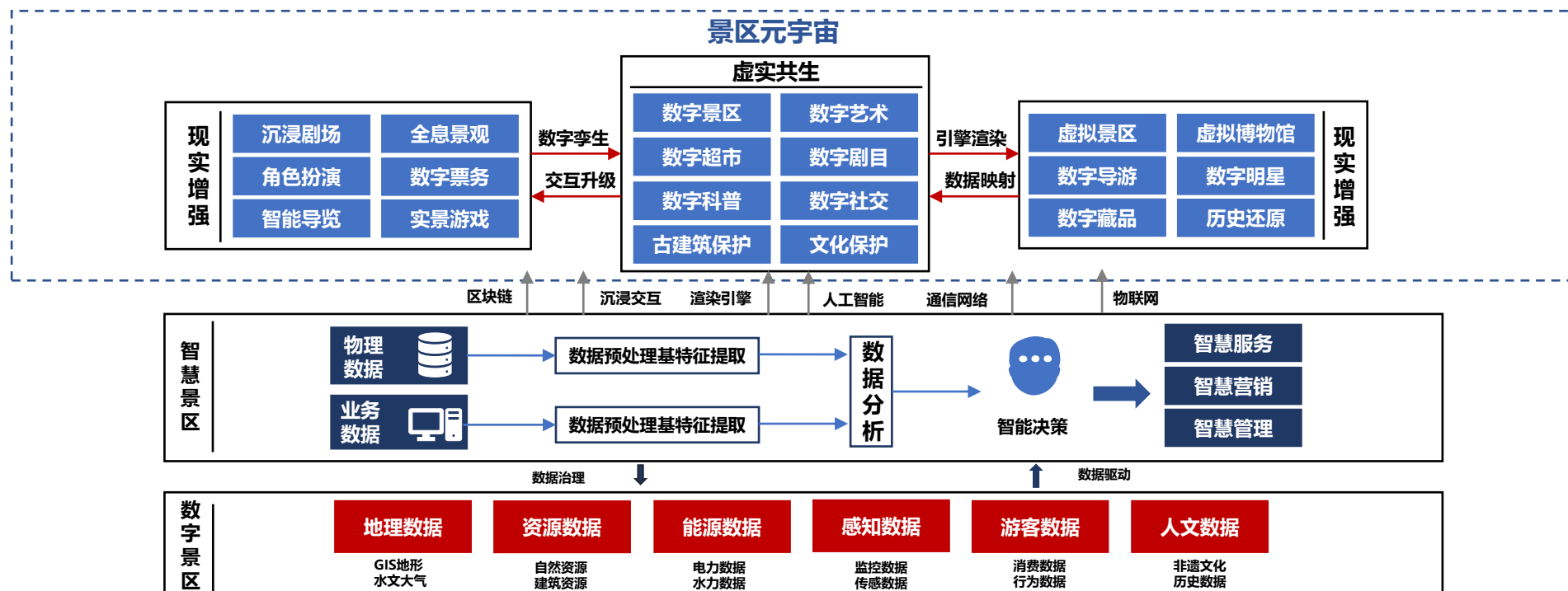


3.2.2 中长期趋势：深耕文化内容+数字化

中长期趋势：文旅基因深度融合，数字化赋能全产业链

- 以文塑旅、以旅彰文，文旅融合加速。**随着《“十四五”旅游业发展规划》提出要打造“一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区”，文旅融合的重点应该放在文化象征意义上，充分利用好旅游流量入口效应。看好在供需两端形成动态平衡的旅游企业，未来缓解消费收缩、扩大市场需求，经济企稳回升、有效增长。
- 数字化推动文旅快速复苏，推动行业高质量发展。**《“十四五”文化和旅游发展规划》指出，要以提升便利度和改善服务体验为导向，推动智慧旅游公共服务模式创新，培育云旅游、云直播，发展线上数字化体验产品，鼓励定制、体验、智能、互动等消费新模式发展，打造沉浸式旅游体验新场景。伴随AIGC技术升级迭代，基于人工智能、物联网、区块链等技术打造的智慧景区、数字景区将进入公众视野，提升景区的管理效率和服务水平，为游客提供更优质、便捷、智能的旅游体验，降本增效效能凸显。

图表28：数字景区和智慧景区的文旅关系图谱



3.3 核心标的：关注国内消费复苏，布局龙头

- **投资建议：**国内旅游行业日益回暖，下半年旅游收入和人次有望进一步抬升，看好优质景区和旅游产业链完善的企业，具备更强的产品研发能力、精细化运营能力和品牌溢价能力，有望伴随国内旅游消费提质大趋势实现更大的业绩弹性。

- **【长白山】** 1) 长白山管委会投资长白山机场二期扩建项目，年吞吐量升至180万，同时计划加开高铁，形成北京、沈阳到长白山的高铁快速通道，交通改善有利于公司业务发展，看好出行需求迸发背景下公司的经营情况；2) 公司联动旅游资源，融合文化旅游理念，挖掘松花江品牌优势，推出多款文创产品，看好该业务成为公司新的发展增长点；3) 公司立足“一山两江”经营理念，推出“聚龙火山温泉部落”，其地理位置和旗下项目符合夏日避暑理念，公司有望迅速抢占避暑游市场份额。

- **【天目湖】** 1) 公司深耕夜经济布局，开设松果脱口秀、湖风酒肆餐秀剧场、有个大坝市集等多个项目持续引流，公司通过该系列产品矩阵有望进一步扩收提质；2) 公司立足地理区位优势，打造南山竹海、御水温泉、浪浪泼水巡游、夜哉天目湖、水世界激爽玩水、浪潮电音节等一系列项目，凸显景区避暑游、亲子游属性，暑期游客避暑游、亲子游需求加速释放下，公司业绩有望进一步提升。

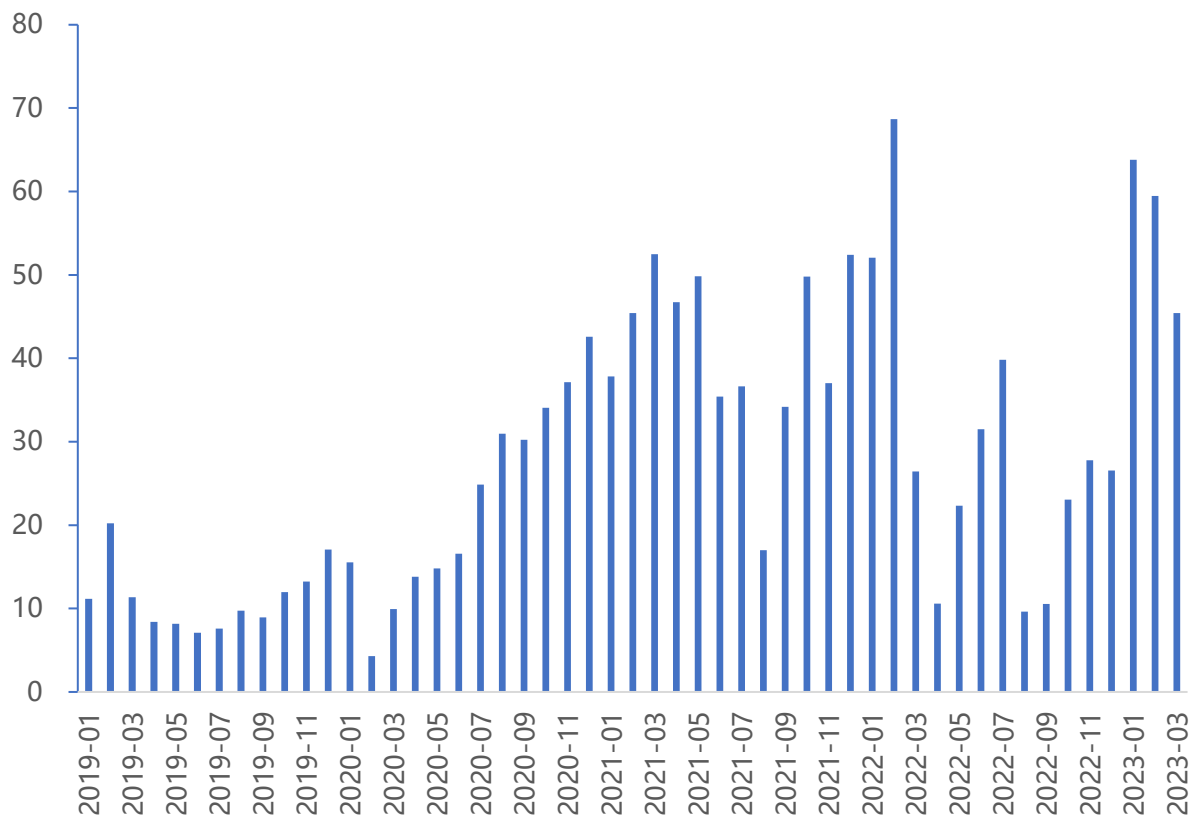
- **【中青旅】** 1) 公司坐拥乌镇、濮院、古北水镇三大优质古镇景区，博联紧抓业务恢复机遇，积极开拓优质客户资源，不断丰富服务模式，看好旅游行业经营数据加速修复下公司后续业绩稳步复苏蓄力；2) 公司出境游业务持续修复，泰国、埃及、阿联酋、新西兰、塞尔维亚等多个出境游产品顺利出行，由公司筹建运营的埃塞俄比亚签证中心开业，实现了中国海外签证中心新突破，后续将参与成都大运会和杭州亚运会项目提供多方服务支持，看好业绩进一步增长。

- **【宋城演艺】** 1) 公司布局旅游、景区、演艺全产业链，打造具有差异化优势属性产品，“主题公园+景区演艺”系列产品寓教于乐，受益于暑期研学游、长线游需求激增公司产能加速释放；2) 公司旗下11个存量项目已全部恢复运营，上海项目优化升级重启开业，有望成为公司业绩支撑点，佛山、珠海项目正在筹划中，暑期旺季催化下景区景气度有望得到提升。

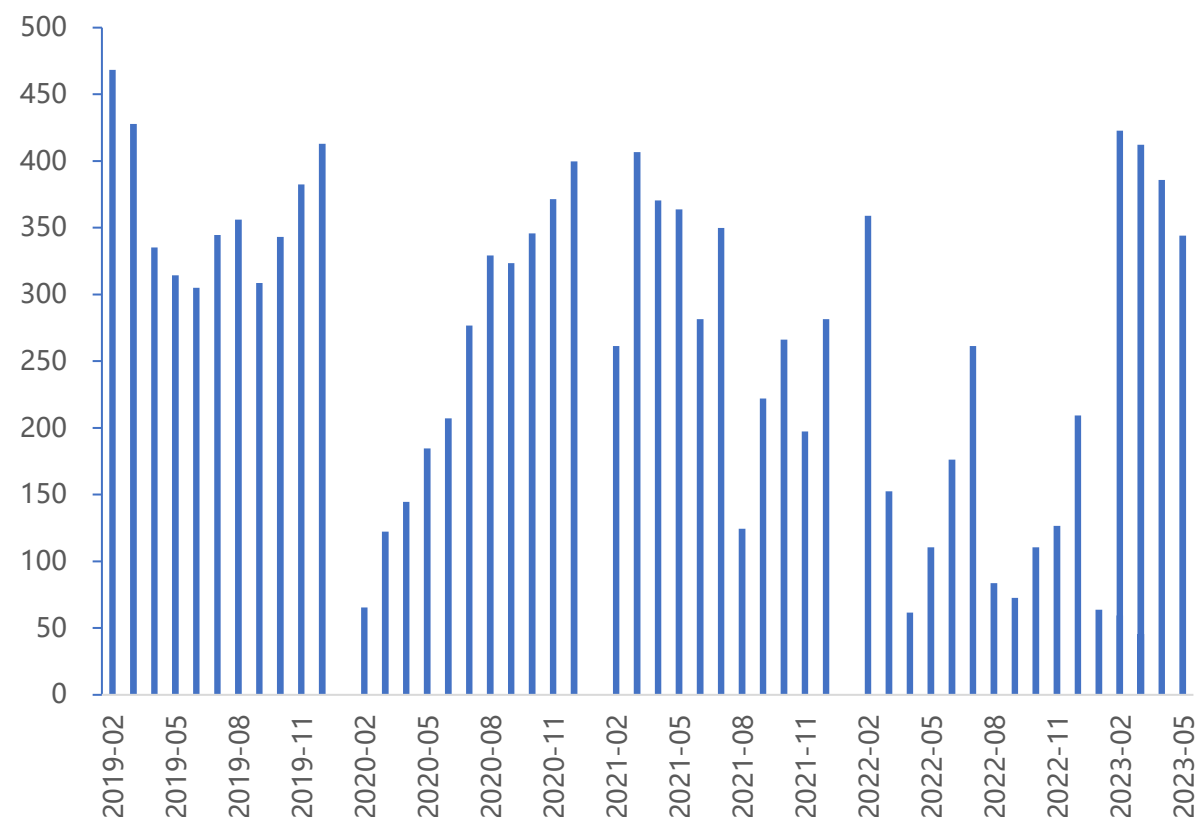
4.1 免税：海南客流恢复，离岛免税市场加速复苏

- 23H1海南机场旅客吞吐量基本恢复至2019年同期水平，23Q1购物金额超往年同期。**海南机场前5个月共累计完成飞机起降7.54万架次/同比+70.17%，旅客吞吐量逐渐恢复至2019年同期水平；从海南省商务厅获悉，23H1海南离岛免税店总销售额323.96亿元/同比+31%，免税购物人数516.6万人次/同比+34%。上半年海南客流量及免税市场复苏进度向好，基本符合市场预期。
- 23H2多因素利好离岛免税市场。**为加快恢复和扩大消费，7月4日，海南启动了为期两个月的2023第二届海南国际离岛免税购物节，海口、三亚、万宁和琼海四地将联动全省离岛免税店，推出30余场促销活动，激发旅游消费活力。

图表29：离岛免税购物金额（单位：亿元）



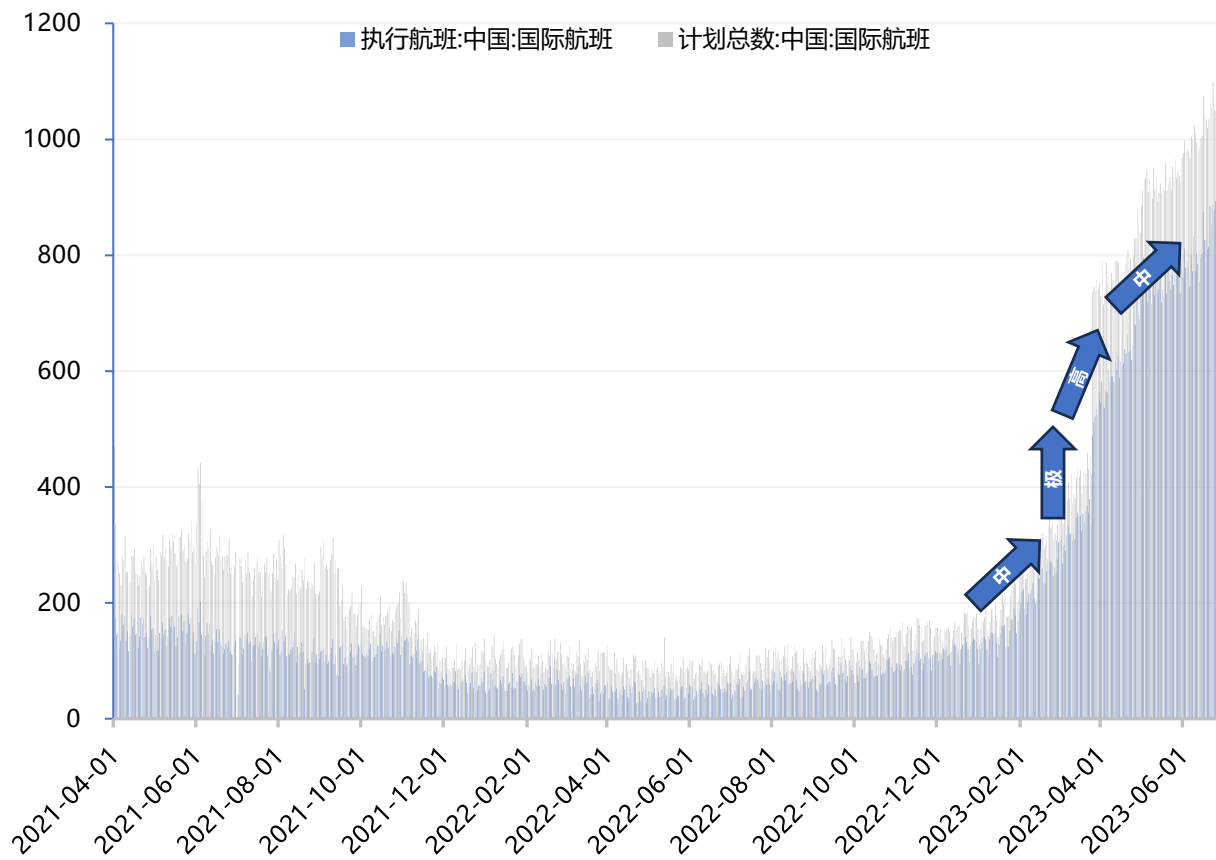
图表30：海南机场旅客吞吐量（单位：万人）



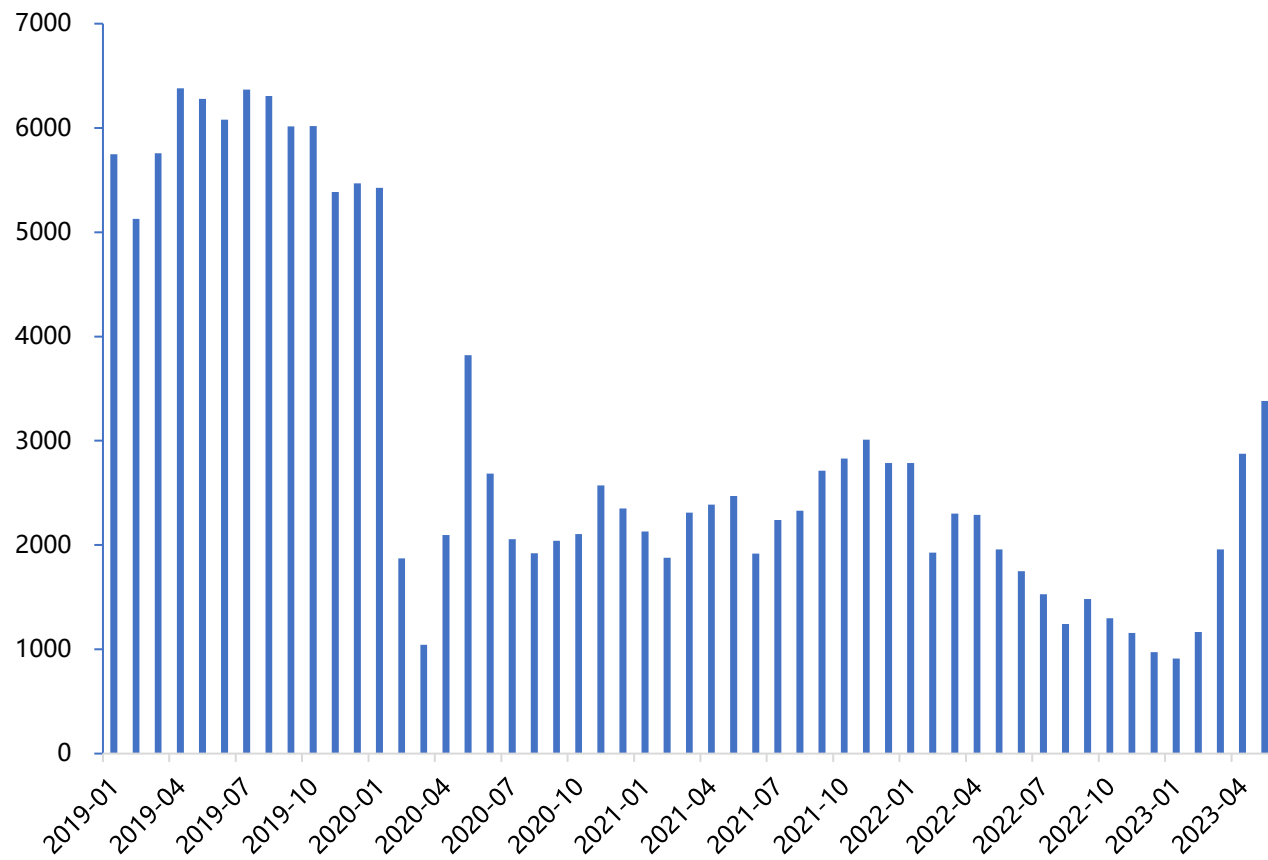
4.2 免税：国际航班增多，利好口岸/市内免税市场

- 国际航班加速恢复，口岸/市内免税市场有望迎来加速恢复期。** 外部环境优化以来，23H1国际航班数量经历了“中速-极速-高速-中速”的增长历程，已经远超21、22年的同期水平，从航班量看，国家民航局数据显示，上半年国际航线旅客运输量恢复至2019年的23.0%，其中6月份国际客运量已经恢复至2019年同期的41.6%。8月7日，据航班管家数据，2023年第31周（7.31-8.6）国际航线航班量7502架次，恢复至2019年的49.8%，环比上周上升2.5%，今年以来国际航班持续恢复，有望增加国际游客数量。国际旅客的“高客流量+高消费能力”或推动免税市场的高端消费和多元化消费，同时有望加速国际知名品牌进入中国市场，完善国内免税商品供给，口岸和市内免税市场有望迎来更加繁荣的发展时期。
- 市内免税利好政策有望落地。** 2020年以来中央及各地政府先后多次提出建设一批具有中国特色的市内免税店，出入境客流持续回暖提振市内免税新政策落地的预期。

图表31：中国每日国际航班：执行和计划总数（单位：班）



图表32：北京首都机场每月国外航班数（单位：班）



4.3 核心标的：

□ **投资建议：**下半年伴随出入境航班数量增加，国际游客有望增加，免税需求提振可期；北半球秋冬季是海南旅游旺季，今年也是外部环境优化以来的第一个秋冬季节，游客前往海南旅游需求或集中释放，叠加暑期出行热、海南消费券支持、免税购物政策利好等多重因素，下半年离岛免税有望迎来高景气；建议关注在市内免税、离岛免税市场深度布局的国内上市公司，有望受免税市场提振影响，超预期兑现业绩。

■ 【中国中免】

- 23H1公司实现营业收入358.58亿元，同比+29.68%，公司上半年营收增长主要受益于国内旅游市场逐步恢复向好，带动销售收入尤其是线下销售持续增长，归母净利润端符合预期。作为免税行业国内龙头，公司在离岛及国际客流量稳增和居民消费意愿渐进恢复的背景下，打通“海南+机场+市内+线上”免税消费渠道矩阵，充分发挥其在运营、供应链、用户等方面的资源优势，实现品牌价格体系重塑，加速业绩兑现，中长线成长潜力可观。短期经营数据不佳和后续2025海南封关预期不一致等因素引起的负面情绪有望缓解，当前股价对应的公司估值具备一定的配置性价比。
- **积极布局市内免税，有望打开新增量。**3月14日，公司公告拟通过增资12.28亿收购中出服49%股权，中出服拥有12家市内免税店，覆盖北京、上海、杭州、南京、重庆、哈尔滨等核心城市。此次收购有望补齐公司在市内免税方面的短板，抢占核心城市市内免税资源，同时与外国人离境免税业务互相补充，待市内免税相关政策落地、出入境客流逐渐恢复，公司或抢占市内免税先发优势。

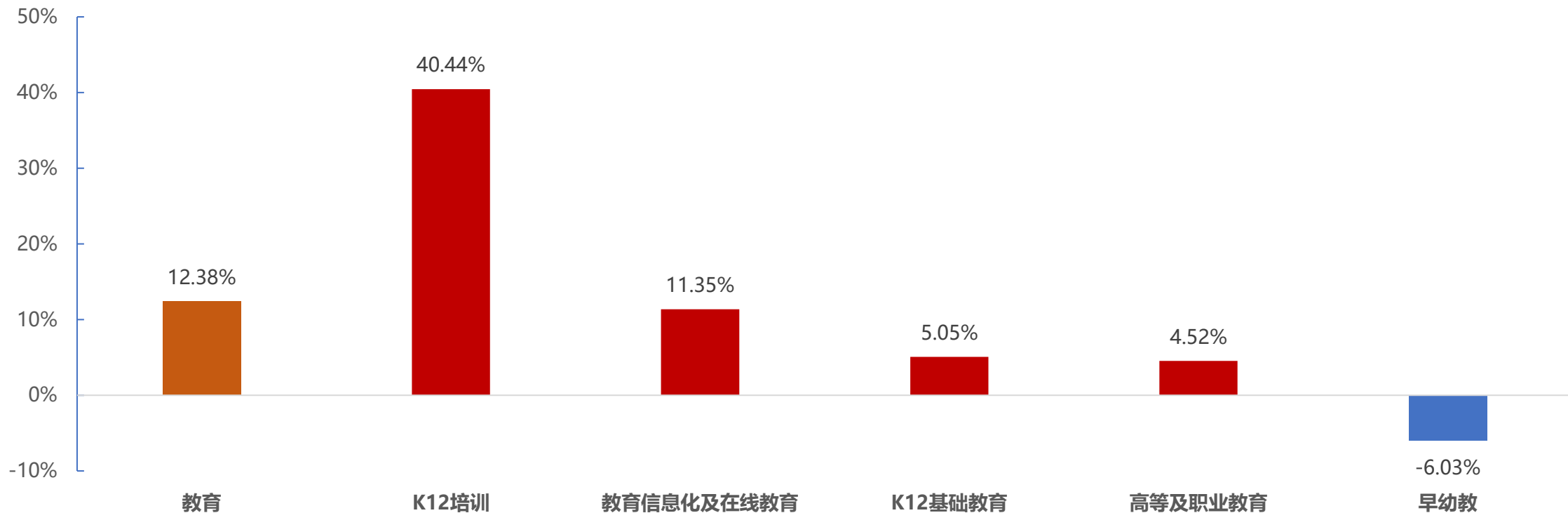
■ 【王府井】

- **有税免税市场均呈现良好恢复态势，23H1归母净利润预增29%-42%：1) 有税：**23Q1公司有税业态表现良好，其中奥莱表现出色（收入环比+30.55%），购物中心和百货业态也恢复良好。根随着线下消费的逐渐复苏，我们预计二季度公司有税业态将持续改善。**2) 免税：**万宁首创奥莱项目于2023年1月开始试营业，4月正式开业。根据《万宁市第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，2025年万宁市计划年接待旅游人次达到800万人次。基于万宁客流达到800万人次且王府井在万宁暂无免税竞争对手的假设，每位游客的客单价为4000元，转化率为12%，那么预计2025年万宁项目的收入有望达到38.4亿元。
- 在北京，王府井正加快推进口岸免税店建设，积极做好与机场集团的沟通，做好项目选址及落地工作；积极争取市内免税店政策及项目的推进。我们认为，作为唯一一家取得免税牌照的百货企业，公司有望发挥其在百货零售领域的经验，走出一条差异化竞争的路线。

5.1 教育：多因素催化，上半年教育板块涨势良好

- 基于中信行业分类，23H1教育板块涨12.38%，市场所有行业子板块中排名48/108，其中K12培训涨幅最高达40.44%，早幼教跌6.03%。
- 上半年教育板块的主要催化因素：**(1) AI+教育**：ChatGPT爆火出圈，人工智能在教育场景逐步落地，国内上市公司纷纷加速布局，业绩兑现可期；**(2) 政策见底**：“双减”后估值受政策担忧情绪影响持续调整，职业教育相关政策已经迎来政策利好，市场预期教育政策有望迎来边际改善；**(3) 线下教育消费复苏**：受益于面对面教学、学校活动和社交互动的增加，提供更全面的学习体验，家长的付费意愿增强。

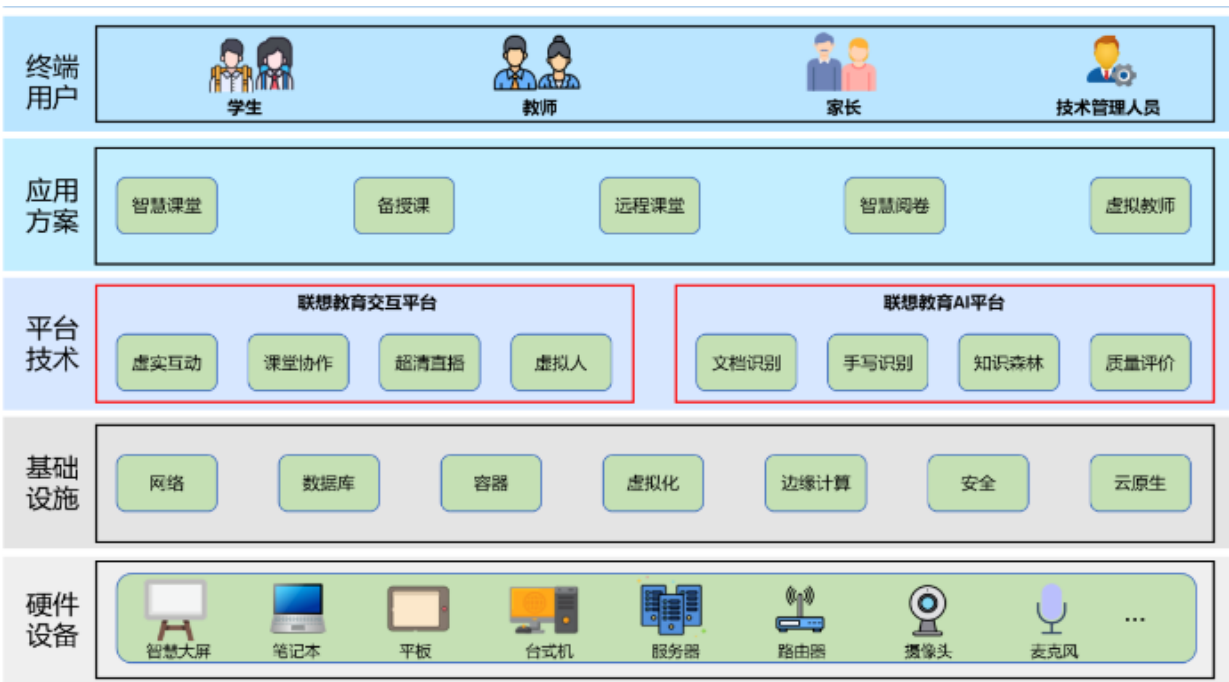
图表33：23H1教育板块及子板块区间涨跌幅（流通市值加权平均）



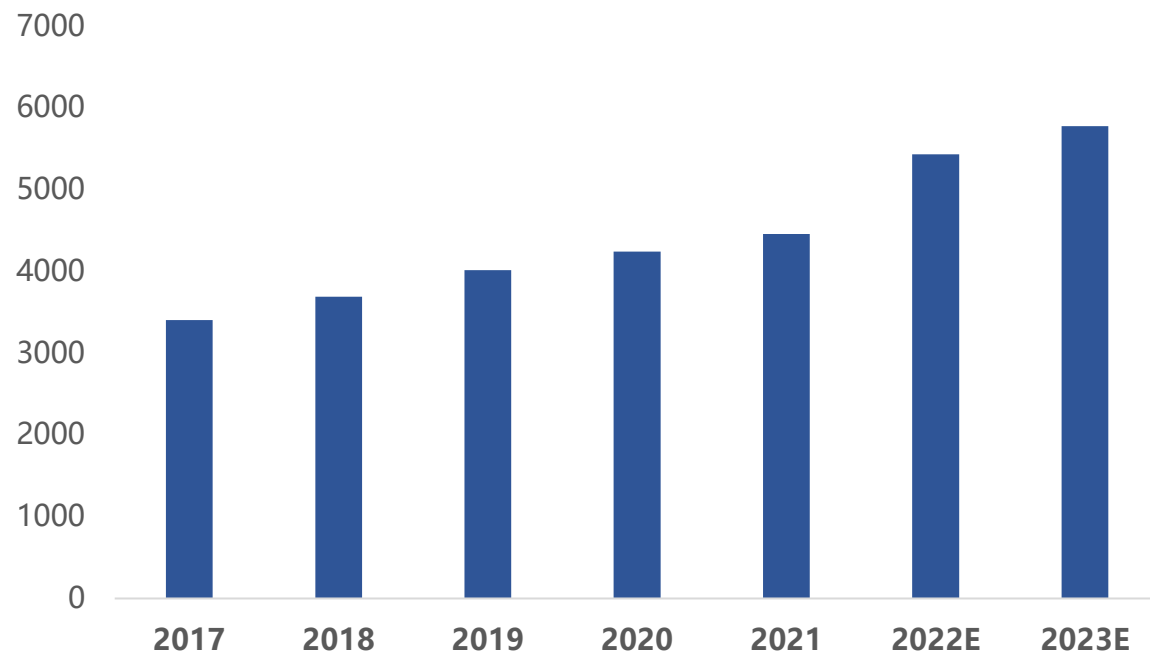
5.2 教育：AI赋能多流程，行业变革加速

- AI教育迎重大政策利好：**2023年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建优质均衡的基本公共教育服务体系的意见》，意见提出要加快推进国家基本公共服务均等化，构建优质均衡的基本公共教育服务体系。意见明确支持AI+教育在校园内多场景落地：
 - ①教育资源端：**意见明确要加强国家中小学智慧教育平台建设，构建互联互通、共建共享的数字教育资源平台体系，创新数字教育资源呈现形式；
 - ②教师端：**开展人工智能助推教师队伍建设行动，提高教师数字素养和信息技术应用能力；
 - ③教学管理端：**建设全国基础教育管理服务平台，提升数字化管理水平和管理效能。
- 国内AI+教育加速发展，行业或迎重大变革。**2023年5月以来，
 - ①新华网与中公教育**签署合作协议，共同打造教育AI“数智人”，创新“技术+内容”新型教育培训解决方案；
 - ②网易有道**发布AI口语老师，该老师能为学生提供了开放式的聊天场景，更符合真实的口语练习环境，并在对话结束后快速生成结果报告；
 - ③科大讯飞**发布讯飞星火认知大模型，功能包含批改语文或英语作文，模拟口语老师实景对话等；
 - ④新东方**以智能答题器等硬件入手，结合智能设备可登录的APP等，通过学生答题和迭代测试情况，得到学生学习曲线、遗忘曲线、知识点归因等分析，推出综合个性化学习方案。

图表34：联想智慧教育架构



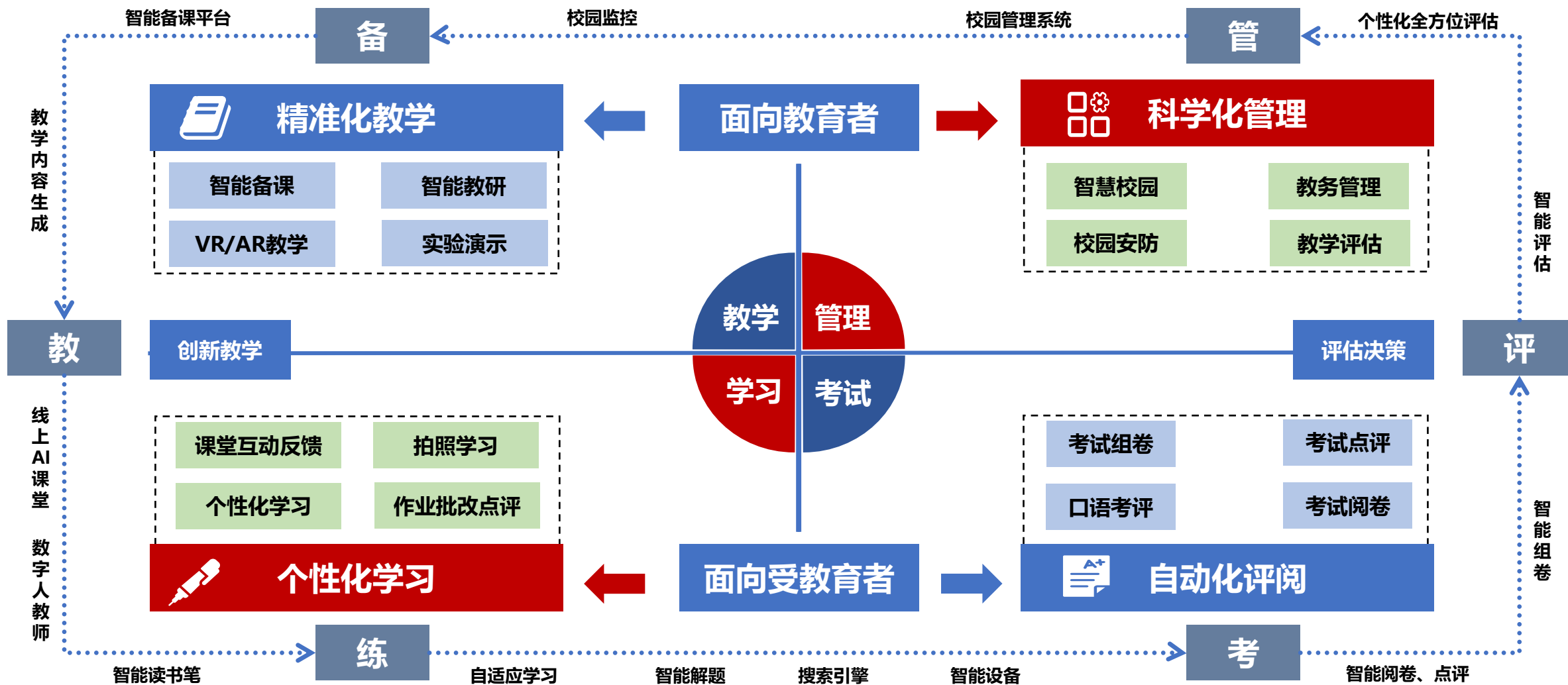
图表35：2017-2023年教育信息化市场规模（单位：亿元）



5.2 教育：AI赋能多流程，行业变革加速

AI赋能**精准化教学**、**个性化学习**、**自动化评阅**、**科学化管理**，为学生提供更优质、高效的学习体验，帮助教师和学校优化教学和管理，推动教育不断创新和进步。

图表36：A赋能教育图谱



□ **投资建议：AI+教育增量空间可期：**据锐观咨询统计，2023年我国教育信息化市场规模为5776亿元，6年复合年均增长率达9.21%。美国belitsoft公司网站指出，当前全球AI市场的市值约为1000亿美元，到2030年有望达到2万亿美元；教育领域的AI市场规模在2020年超过10亿美元，随着人们对个性化教育的需求与日俱增，2021-2027年教育领域AI市场规模的复合年增长率预计将超过40%。**基于国内“政策利好+应用落地”背景下，AI+教育发展逻辑已经初步验证：大模型和教育的高适配性决定了产品体验和效果，多轮对话、多语言理解、多模态生成能力高效率助力教辅过程，利好应用推广落地；教育行业市场空间广阔，家长付费意愿强，商业变现场景清晰；AI助力教育“双减”提质增效。**

■ **建议关注三条投资主线：**

①**K12教育：**盛通股份、世纪天鸿；

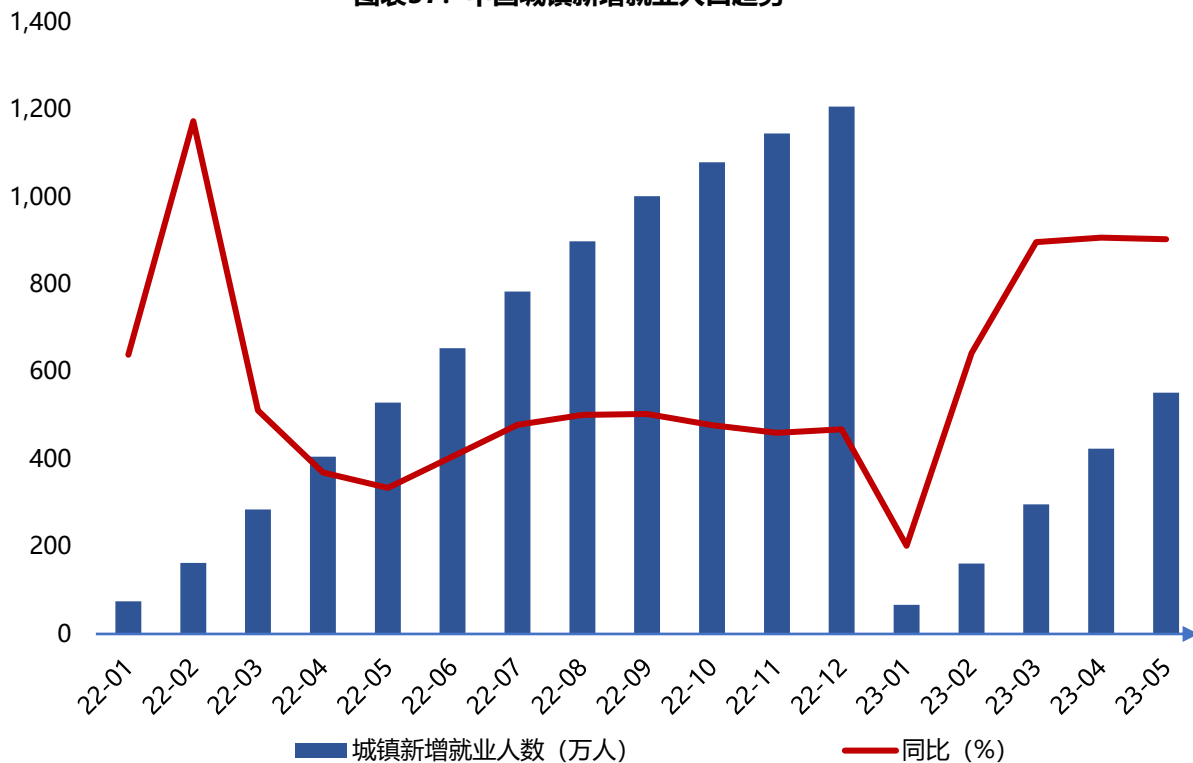
②**职业教育：**学大教育、东方教育、中公教育、传智教育、创业黑马、行动教育；

③**教育信息化：**佳发教育、国新文化、科大讯飞。

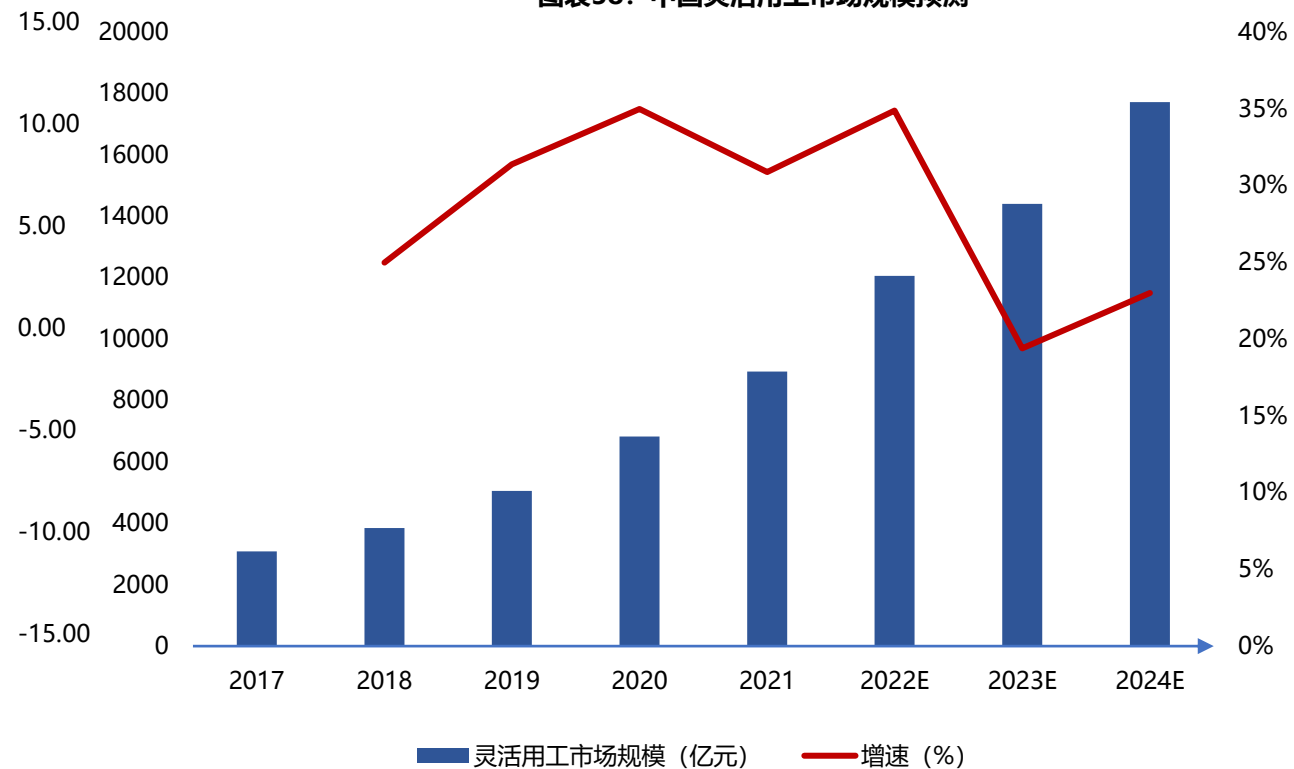
6.1 人服：就业市场呈现温和复苏趋势，灵活用工已成行业新风口

- 就业市场承压下实现龙头企业实现韧性增长。**（1）外部环境优化之后，就业市场恢复情况不及预期，企业用工需求复苏步伐较为缓慢。据人社部数据显示，2023年1-5月城镇新增就业人数不及去年同期水平，我们认为与经济景气度恢复相对温和有关。（2）各大人服龙头企业发展蹄疾步稳，在外部环境影响下仍实现韧性增长，科锐国际/外服控股23Q1分别实现营收23.93/46.39亿元，同比+9.17%/+31.61%。
- 灵活用工顺周期效应下凸显广阔市场。**人服行业总体呈现顺周期特征，灵活用工在发展初期具有一定的抗周期属性，当前我国灵活用工渗透率相较于发达国家偏低，随着政策完善、产业结构优化以及人口结构调整的条件下，发展潜力可期。由51社保发布的《中国企业社保白皮书2022》显示，相比2021年，2022年企业全职员工占比出现较明显下滑，选择派遣外包员工的企业比上一年增加了7.2%。根据艾瑞咨询发布的《2022年中国灵活用工市场研究报告》，2017-2021年的年复合增长率为30.5%，预计2022年市场规模将突破万亿，随着用人需求的持续上涨，灵活用工服务商的交付能力和精细服务能力不断提高，未来三年市场有望保持超20%的年均增速，行业高景气驱动灵活用工需求增长，利好行业内上市公司业绩。

图表37：中国城镇新增就业人口趋势



图表38：中国灵活用工市场规模预测



6.2 人服：政策大力扶持，板块景气度确定性高

- **2020年以来，国家持续重视人力资源服务业的专业化和规范化发展，出台多项政策激发就业市场活力。**值得注意的是，政策中除了保障就业的相关表述，2021年11月的《关于印发人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》中明确指出“培育50家骨干龙头企业，国家级人力资源服务产业园达到30家左右”，2022年6月再提“积极支持人力资源服务机构发展”。我们认为，国家对于人服企业的重视和关注力度，能够有效激发行业内公司的活力，利好行业高景气发展。

图表39：2020年以来官方关于人力资源服务行业相关政策/事件及主要内容

时间	政策名称/事件	主要内容
2020.07	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	拓宽 灵活就业 渠道、强化灵活就业人员就业创业扶持、加强灵活就业服务保障。
2021.07	国务院总理李克强对第一届全国人人力资源服务业发展大会作重要批示	大力支持劳动力市场、人才市场、零工市场建设，更好促进就业扩大和优化人力资源配置，更好促进就业扩大和优化人力资源配置，更大激发亿万劳动者和各类人才的创业创新活力，带动新动能成长。
2021.07	《“十四五”就业促进计划》	加快人力资源服务业高质量发展、鼓励人力资源服务业创新； 到 2025年 就业形势总体平稳、城镇新增就业5500万人以上，城镇调查失业率控制在5.5%以内、就业质量稳步提升、结构性就业矛盾有效缓解、创业带动就业动能持续释放。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	到 2025年 ，行业营业收入突破2.5万亿元，人力资源服务机构达到4万家，从业人员数量达到110万； 培育50家骨干龙头企业，国家级人力资源服务产业园达到30家左右。
2022.02	《关于印发人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》	建立高标准人力资源市场体系，深入实施人力资源服务业高质量发展行动，加快建设统一规范、竞争有序的人力资源市场，推动 人力资源服务 创新发展； 强化就业优先政策，健全就业创业公共服务体系，完善重点群体就业支持体系，促进创业带动就业、多渠道灵活就业。
2022.06	《人力资源社会保障部办公厅关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	大规模开展求职招聘服务，多种方式加大服务力度和招聘频次； 全力促进高校毕业生、农民工稳定就业着力保障重点领域用工； 创新发展 灵活用工 服务，支持人服机构运用 数字技术创新 开展劳动力余缺调剂等服务； 积极支持人力资源服务机构发展，通过就业创业服务补助、奖励补贴、减免场地租金等措施。
2023.04	《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》	激发活力扩大就业容量 ，加大对吸纳就业能力强的行业企业扩岗政策支持，发挥创业带动就业倍增效应； 拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业 ，鼓励企业吸纳就业、鼓励引导基层就业、支持国有企业扩大招聘规模、稳定机关事业单位岗位规模。
2023.06	《人力资源服务机构管理规定》	进一步规范了日常检查、信用管理、社会监督等管理手段，首次对确定管辖权、撤销注销许可、加强部门协同等方面作出明确规定，构建了事前审批与事后监管有机结合、部门联动与各方协同凝聚合力的综合管理体系。

6.3 人服：行业日趋成熟，头部公司开启高质量发展新征程

□ 政策支持背景下，国企、民企、外企三方分“蛋糕”，竞争环境促进服务质量提升，国内人服行业朝着专业化、多元化和智能化的方向发展。

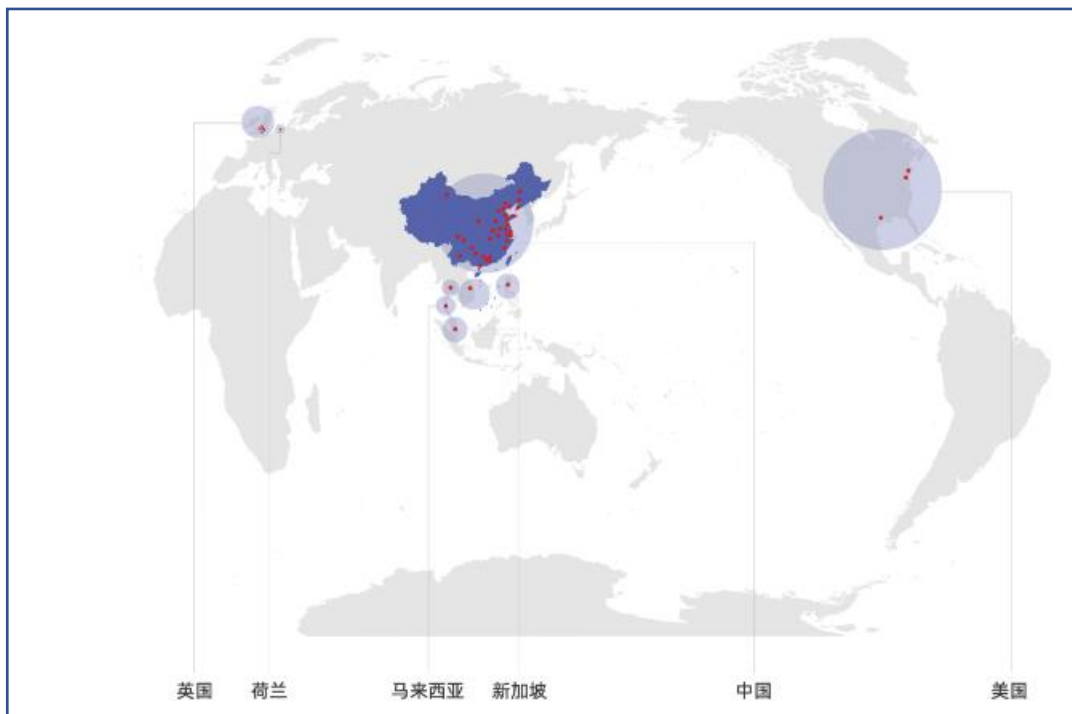
图表40：人服行业主要企业发展情况

企业类型	企业名称	成立年份	2022年中国区主要业务概览	主要客户
国营企业	北京人力 (600861)	1979	业务外包85.5%、人事管理服务5.17% (2021年数据)	民企为主： 华为、贝壳、拼多多、阿里巴巴等 微软、三星、中粮、国家电网、辉瑞制药等
	上海外服 (600662)	1984	业务外包73.36%、薪酬福利服务11.52%、 人事管理服务8.40%	国企为主： 浦发银行、上汽集团、中国商飞、华谊集团、 申能集团、华润集团等 欧莱雅、京东等
	中智股份 (申报阶段)	1987	业务外包68.30%、人事管理服务11.40% (2021年数据)	雅诗兰黛、欧莱雅、惠氏、光大环保、中交集团等
民营企业	科锐国际 (300662)	2005	灵活用工80.37%，中高端人才访寻6.82%	民企和外企： 佳能、神州数码、苹果、赛诺菲、华为、 霍尼韦尔等
	Boss直聘	2014	线上招聘服务98.90%	B端客户 为主，涉聚焦蓝领工人、毕业大学生等群体
	人瑞人才	2011	灵活用工98.24%、专业招聘1.25%	小红书、摩拜、去哪儿、腾讯等
外资企业	德科集团	1957	业务流程外包、人事服务、人才猎寻	外资企业为主，未来发力IT、工程制造本土企业
	万宝盛华	1948	人力资源解决方案99.51%	新经济和科技类客户
	任仕达	1960	人才搜寻、岗位外包、人力资源解决方案	跨国企业、民营机构以及国有企业提供专业服务

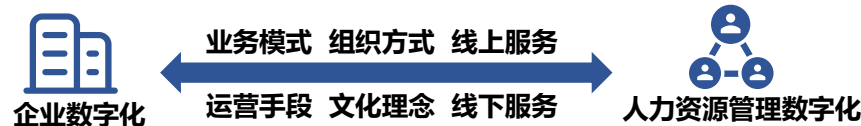
6.3 人服：行业日趋成熟，头部公司开启高质量发展新征程

- **布局国际化发展路径，海外业务持续高质增长。**科锐国际2022年科锐国际境外收入 23.38 亿元，占集团业务营业收入的 25.72%，同比增长 48.03%。其中，Investigo 作为公司海外业务开展的重要控股子公司营业收入同比增长 51.91%；**外服控股**海外业务解决方案落地15个国家和地区；FSG-TG与欧洲、北美和非洲等同行建立业务服务合作伙伴关系，可覆盖50个国家和地区；**北京人力**与德科公司深度合作，充分利用国际化平台开展海外业务；看好人服龙头企业深耕海外产业带来的业绩增量。
- **数字化建设推动“第二增长曲线”，线上线下服务协同发展。**伴随各大人服企业积极探索经营破局方法，人力资源数字化是企业数字化转型的必由之路。**科锐国际**完善“技术+服务+平台”的生态模型，对垂直招聘平台、人力资源产业互联平台和人力资源管理SaaS平台持续投入，不断加强业务中台、技术中台、数据中台建设，增强线上产品与线下服务团队的协同，加速履约交付效率；**外服控股**推进云平台（FSGPLUS）、简人力（HRight）、聚合力平台（HRally）、“聚合百科”、业务后援平台（BBC）几大数字平台建设，解放一线生产力，降本增效，同时推进“人社网厅、RPA项目”建设，实现自动化申报和批量查询；中长期看好推进数字化建设的人服企业。

图表41：人力公司国际化版图（以科锐国际为例）



图表42：人力资源管理数字化建设赋能图（以科锐国际为例）



平台	垂直招聘平台	人力资源产业互联平台	人才大脑平台
SaaS	人力云 人才云 干部云 招考云 入职云	生态云 全员参与云	
服务及解决方案	调研与咨询	人才招聘与配置	薪税服务
	HR管理咨询 招聘管理咨询 人才盘点与调研	招聘： <ul style="list-style-type: none"> 中高端人才访寻 专场定制招聘 校园招聘 解决方案： <ul style="list-style-type: none"> 专场定制招聘 灵活用工： <ul style="list-style-type: none"> 外包智库 岗位外包 业务流程 外包离岸 专家兼职 	薪税服务 薪税咨询 薪酬外包 个税代理 社保人事代理
			培训与发展
			企业： <ul style="list-style-type: none"> 企业培训 招聘： <ul style="list-style-type: none"> 中高端人才访寻 专场定制招聘 校园招聘 个人： <ul style="list-style-type: none"> 人才测评 职业优势管理

□ 我们认为，在经济弱复苏的大背景之下，“人口红利”向“人才红利”转变叠加产业端的供给侧改革，各行各业在追求高质量发展过程中专业人才服务需求提升，灵活用工/人力外包有助于企业提高用工弹性&人员管理效率，同时降低用工风险，叠加稳就业的政策利好，看好我国人服市场的扩容空间和龙头企业的壁垒优势。

■ 【外服控股】

- 公司海外业务以新加坡、中国香港和中国台湾为重点拓展区域，以跨国企业亚太总部客户、“走出去”中国企业和当地中资企业为重点客户，完善和优化海外业务解决方案和境外服务产品，提升市场竞争力。同时，以海外公司FSG-TG为抓手，成功签约23家新客户，并设立FSG-TG泰国子公司，海外分子公司总数达10个；新增美国和印度尼西亚2个合作服务网点，落地覆盖国家和地区达15个，已签约合作伙伴可覆盖全球50个国家和地区。
- 公司持续建设数字化平台，探索面向小微企业的全流程数字化解决方案，创新数字业务场景，拓展线上销售渠道，聚合打造一站式交易平台，持续迭代“聚合百科”和“实缴验证”功能；加快数字技术赋能转型升级，推进数字化组织建设，构建数字化人才队伍，完善数字化管理机制，加速“数字外服”项目群建设；看好伴随数字化场景落地带来的业绩新增长。

■ 【北京人力】

- 公司与全球人服龙头德科集团Adecco深度合作，设立合资公司，受益德科的国际化经验及外企资源，借助国际化平台开展出海任务。

■ 【科锐国际】

- 公司在中国香港地区及英国、美国、荷兰、马来西亚、新加坡等多个国家设立7家分支机构，业务覆盖周边多个国家和地区，与国内业务线协同，围绕战略咨询、中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等进行广泛推广，并致力打造“技术+服务+平台”的全产业业态模式，在外部持续优化各垂直招聘平台、人力资源产业互联平台、人力资源管理SaaS以及区域人才大脑平台等多种技术服务产品，通过线上产品和线下服务协同发展在下半年有望实现经营数据恢复。

- **经济复苏不及预期的风险：**受内外部环境影响，经济复苏可能不及市场预期
- **消费者信心不及预期的风险：**消费者信心可能受宏观环境、收入情况等因素影响
- **行业监管风险：**针对行业乱象，监管或趋向严格，部分公司存在被整顿调整风险
- **政策收紧的风险：**数字经济政策的不确定性，未来存在政策监管趋严的风险
- **技术发展不及预期的风险：**数字经济行业发展需要巨量技术支撑，一旦遭遇技术发展瓶颈，数字经济产品应用发挥或受阻
- **内容生态建设不及预期的风险：**数字经济产业布局及内容生态搭建的不确定性，可能存在供需脱轨情况
- **变现不及预期风险：**市场接受度及认可度存在不确定性，未来产品盈利变现能力或不及预期
- **舆论炒作风险：**AI相关概念兴起，部分公司存在概念炒作的可能，而实际技术/产品/应用投入不足，研发能力欠缺
- **市场竞争风险：**伴随数字经济及数字经济政策及市场利好，多行业公司入局数据要素产业，市场竞争日益加剧

分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持	：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性	：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持	：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。