

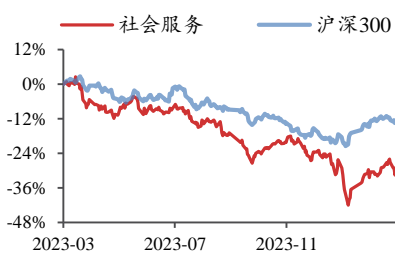
## 社会服务

2024年03月31日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《清明出行热度回升，精神生产力业绩兑现—行业点评报告》-2024.3.25

《“精神生产力”持续景气，天水麻辣烫和 CRYBABY 走红—行业周报》-2024.3.17

《省考报名人数双位数增长，3.8 美妆节头部国货品牌表现仍亮眼—行业周报》-2024.3.10

## K12 寒春季高景气，关注时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

### ● 美丽：以赫莲娜为鉴，重视时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应

赫莲娜品牌科学思维塑造产品力，打造精准极致的产品体系，同时深挖代言人价值，2019 年官宣王菲为品牌全球代言人至今，精神内核与品牌契合的代言人立住品牌质感，促进品牌精神焕新，赫莲娜品牌也从 2019 年开始步入增长快车道。后选取新生代偶像华晨宇代言相关条线，塑造年轻化品牌形象，助力品牌跨圈层传播。品牌在“接地气”的同时保持高级感。同样小众高奢品牌伊菲丹近期相继官宣 90 后实力派明星代言超级面膜和防晒条线，品牌热度大幅提升，有望复制赫莲娜的年轻之路，在年轻群体中实现破圈。

### ● 出行/旅游/低经：2024Q1 休闲旅游量增价稳，中免 2023 年分红比例提升高

**清明假期：**2024Q1 休闲度假量上延续强势，全国 63 家国家级旅游度假区住宿设施订单量同比增长 44.50%，本地周边游、自驾游市场需求火热，同时品质和性价比趋势并行。**免税：**中国中免 2023 年实现营收 675.4 亿元/yoy+24.1%，归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.5%，线下渠道复苏&折扣收窄带动盈利能力向上，同时重视资本市场投资者回报，现金分红率大幅提升至 51%。**韩免：**2 月起国外游客免税新政实施，韩免对于代购型买家吸引力下滑明显，2 月国外游客客单价环比下降 49.46%，创近年新低，导致 2 月整体销售额跌至 6.88 亿美元/yoy-19.71%，环比-42.68%，预计后续仍将持续影响韩免销售。**西域旅游：**3 月 17 日公司公告，根据战略发展需要，拟与亿航智能签订《合作框架协议》，共同出资设立无人驾驶航空器运营的合资公司，开创低空旅游新业态。

### ● 教育/餐饮/酒店：K12 寒春季高景气，亚朵零售收入超自营酒店

**教育：**2023 年卓越教育实现收入 4.89 亿元，同比-0.4%；实现净利润 8988 万元，净利润率 18.4%，较没有疫情和双减的 2019 年的 7.4%提升 11pct，经营效率大幅优化。2023 年思考乐教育实现收入 5.71 亿元，同比+41.9%。截至 2023 年底，思考乐合同负债金额为 2.76 亿元，同比+52.2%，预收款显示寒春季高景气。**餐饮：**达势股份营收同比增长 51%，调高开店指引。奈雪的茶实现全年盈利，降低加盟门槛。海伦司关闭部分直营门店发力加盟，由亏转盈。**酒店：**亚朵营收、盈利创新高，零售收入超自营酒店。

### ● 本周社服板块跑输大盘，检测、旅游类领涨

本周（3.25-3.29）社会服务指数-2.76%，跑输沪深 300 指数 2.54pct，在 31 个一级行业中排名第 27；2024 年初至今社会服务行业指数-7.32%，弱于沪深 300 指数的+3.10%，在 31 个一级行业中排名第 26。

**推荐标的：**科德教育、大丰实业、倍加洁、长白山、银都股份、水羊股份、科思股份、康冠科技、米奥会展。

**受益标的：**新东方、好未来、学大教育、华图山鼎、粉笔、罗曼股份、福瑞达、华熙生物、爱美客、携程集团-S、同程旅行。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 美丽：以赫莲娜为鉴，重视时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应.....        | 4  |
| 1.1、 产品力方面：用科学思维塑造产品力，产品体系精准极致.....          | 4  |
| 1.2、 品牌建设方面：深挖代言人价值，助力品牌焕新—破圈传播—激活市场热度.....  | 5  |
| 1.3、 伊菲丹：相继官宣杨紫、吴磊为品牌代言人，放大品牌声量助力扩大圈层认知..... | 7  |
| 2、 出行/旅游：2024Q1 休闲旅游量增价稳，理性精致趋势凸显.....       | 9  |
| 2.1、 2024Q1 休闲旅游量增价稳，理性精致趋势凸显.....           | 9  |
| 2.2、 航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好.....             | 10 |
| 2.3、 访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港维持稳定.....           | 10 |
| 3、 免税：中免 2023 年分红比例提升，2 月韩免同环比大幅下滑.....      | 12 |
| 3.1、 中国中免：2023 年经营改善，分红比例大幅上调.....           | 12 |
| 3.2、 韩国免税：韩免政策新规实施，2 月销售额同环比大幅下滑.....        | 13 |
| 4、 教育：卓越、思考乐发布业绩，行业寒春季高景气持续.....             | 14 |
| 4.1、 卓越教育集团：加快素质教育发展，宣布分红彰显信心.....           | 14 |
| 4.2、 思考乐教育：合同负债高增，寒春季高景气.....                | 15 |
| 5、 餐饮：多家餐饮公司发布业绩，复苏可期.....                   | 16 |
| 5.1、 达势股份：营收同比增长 51%，调高开店指引.....             | 16 |
| 5.2、 奈雪的茶：实现全年盈利，降低加盟门槛.....                 | 16 |
| 5.3、 海伦司：关闭部分直营门店发力加盟，由亏转盈.....              | 16 |
| 6、 酒店：亚朵营收、盈利创新高，零售收入超自营酒店.....              | 16 |
| 7、 西域旅游公司公告：低空经济赋能文旅新方式，关注西域旅游在低空经济的布局.....  | 17 |
| 8、 行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘.....                    | 17 |
| 8.1、 行业跟踪：本周社服板块下跌.....                      | 17 |
| 8.2、 社服标的表现：本周（3.25-3.29）检测、旅游类上涨排名靠前.....   | 18 |
| 9、 风险提示.....                                 | 21 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 赫莲娜三大明星系列产品爆品迭出.....                       | 4  |
| 图 2： 绿宝瓶系列在 2019、2020 年实现快速放量.....              | 5  |
| 图 3： 黑绷带系列产品三平台销售额高速增长.....                     | 5  |
| 图 4： 2023 年赫莲娜在线上三平台销售额实现高增.....                | 5  |
| 图 5： 黑绷带系列在赫莲娜整体产品体系中占比越来越高.....                | 5  |
| 图 6： 赫莲娜品牌多角度解读引发共鸣.....                        | 6  |
| 图 7： 赫莲娜提供优质素材持续助推效果显著.....                     | 6  |
| 图 8： 2024 年 3 月 31 日吴磊微博粉丝数 4850.4 万.....       | 7  |
| 图 9： 2024 年 3 月 31 日杨紫微博粉丝数 6205.3 万.....       | 7  |
| 图 10： 伊菲丹面膜代言人代言效果数据报告显示伊菲丹热度大幅提升.....          | 8  |
| 图 11： 2023 年线上三平台伊菲丹防晒品类销售额增长 157%.....         | 9  |
| 图 12： 线上三平台伊菲丹防晒霜在伊菲丹品牌中占比.....                 | 9  |
| 图 13： 疫后假期旅游出游半径低于 2019 年平均水平.....              | 10 |
| 图 14： 2024 年春节旅游客源地和目的地呈现空间同构特征.....            | 10 |
| 图 15： 本周国内客运日均执行航班量较 2023 年同期增长 6%（单位：架次）.....  | 10 |
| 图 16： 本周国际客运日均执行航班量恢复至 2019 年同期 70%（单位：架次）..... | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图 17: 近一周内地/全球访港人数环比-1.6%/+3.2% (单位: 人次)           | 11 |
| 图 18: 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 59.4%/68.5% (单位: 人次) | 11 |
| 图 19: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+5.2%/-1.1% (单位: 人次)       | 11 |
| 图 20: 2023 年营收 675.4 亿元/yoy+24.1%                  | 12 |
| 图 21: 2023 年归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.5%               | 12 |
| 图 22: 2023 年免税销售收入占比提升至 65.5%                      | 13 |
| 图 23: 2023 年海南板块收入占比 58.7%                         | 13 |
| 图 24: 2023 年销售费用率 31.8%/yoy+3.4pct                 | 13 |
| 图 25: 2023 年归母净利率 9.94%/yoy+0.7pct                 | 13 |
| 图 26: 2 月韩国免税销售额同比-19.71%                          | 14 |
| 图 27: 2 月国外游客销售额占比 72.46%                          | 14 |
| 图 28: 2 月国外游客购物人次恢复至 2019 年同期 47%                  | 14 |
| 图 29: 2 月国外游客人均免税消费金额环比-49.46%                     | 14 |
| 图 30: 2021 年卓越营收约为 19 亿元                           | 15 |
| 图 31: 2023 年卓越净利率提升至 18.4%                         | 15 |
| 图 32: 2023 年思考乐实现收入 5.71 亿元, 同比+41.9%              | 15 |
| 图 33: 2023 年思考乐净利润 0.85 亿元, 净利率 14.8%              | 15 |
| 图 34: 2023 年亚朵实现净利润 9.03 亿元                        | 17 |
| 图 35: 亚朵 2023 年运营指标超疫情前                            | 17 |
| 图 36: 本周 (3.25-3.29) 社服板块跑输沪深 300 (%)              | 18 |
| 图 37: 2024 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)                  | 18 |
| 图 38: 本周 (3.25-3.29) 社会服务在一级行业排名第 27 (%)           | 18 |
| 图 39: 2024 年初至今社会服务在一级行业排名第 26 (%)                 | 18 |
| 图 40: 本周 (3.25-3.29) 实朴检测、大连圣亚、谱尼检测领涨 (%)          | 19 |
| 图 41: 本周 (3.25-3.29) 传智教育、东方时尚、中国高科跌幅较大 (%)        | 19 |
| 图 42: 本周 (3.25-3.29) 广电计量、学大教育、丽江股份净流入额较大 (万元)     | 19 |
| 图 43: 本周 (3.25-3.29) 中公教育、东方时尚、首旅酒店净流出额较大 (万元)     | 20 |
| <br>   |    |
| 表 1: 赫莲娜在代言人选择上兼具品牌质感与话题度                          | 7  |
| 表 2: 盈利预测与估值 (未公布 2023 年业绩)                        | 20 |
| 表 3: 盈利预测与估值 (已公布 2023 年业绩)                        | 21 |

## 1、美丽：以赫莲娜为鉴，重视时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应

赫莲娜作为驰骋美妆市场 120 年的品牌，这 120 年里品牌完成了高端形象建立，产品科技形象展现。2000 年，赫莲娜进入中国市场，遴选高端百货专柜，走低调奢华风的赫莲娜更为注重产品功效的宣传和营销，以及为小众群体提供深度服务。随着美妆市场内卷及年轻化趋势，市场对品牌从文化理念、产品功效、营销手段等方面提出了更高且更多维度的要求。赫莲娜品牌依靠“硬性素质”和“软性素质”吸引、培养、留住更多消费者，实现品牌年轻化与拓圈对当下高奢品牌的建设具有借鉴意义。

### 1.1、产品力方面：用科学思维塑造产品力，产品体系精准极致

2016 年、2017—2018 年，2021—2022 年，赫莲娜中国团队分阶段打造出四大爆品“绿宝瓶精华”、“高光精华”和“黑白绷带面霜”，并围绕每个爆品形成三大明星系列“绿宝瓶系列”“高光系列”“干预式护肤”。

图1：赫莲娜三大明星系列产品爆品迭出



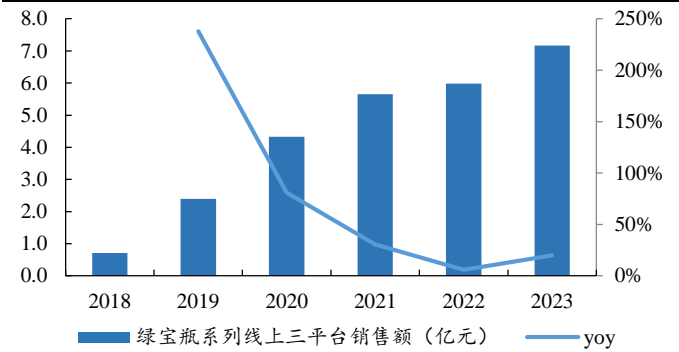
资料来源：天猫商城、赫莲娜公众号、开源证券研究所

2015 年赫莲娜试水电商开始，主要通过绿宝瓶精华打通绿宝瓶强韧新生系列产品。绿宝瓶系列专注干燥、敏感、泛红、暗沉、粗糙痘痘等肌肤问题，首次将植物干细胞科技应用于绿宝瓶系列，2018-2020 年，绿宝瓶系列线上销售额高速增长，公司超级大单品实现更广泛客群触达，带动赫莲娜整体销售额高增，2019/2020 年公司绿宝瓶系列天猫+京东+抖音 GMV 达 2.4/4.3 亿，yoy+238%/+81%，2018-2020 年绿

宝瓶系列占总销售额比重为 51%/64%/49%。

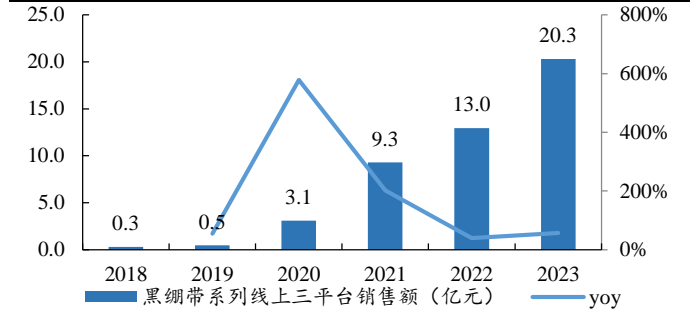
2019 年开始，公司积极打造新的大单品黑绷带系列。黑绷带系列将高浓度灵魂成分 PRO-XYLANE™ 玻色因的精准配方（30%浓度）与皮肤学专家携手开发的专业手法和尖端科技相结合，主要针对抗衰等多种肌肤老化问题。2019 年底王菲成为赫莲娜品牌全球代言人，品牌声量进一步扩大，产品圈层进一步渗透。2021 年黑绷带面霜已成为公司第一大单品。2023 年黑绷带系列推出眼霜产品，完善了黑绷带系列的产品结构，形成“晚霜+日霜+眼霜”的“抗老三部曲”，2020-2023 年黑绷带系列线上三平台销售额由 3.1 亿元增长至 20.3 亿元，CAGR 达 87%。2023 年黑绷带系列销售额达 20.3 亿元/yoy+57%，增速超过 2022 年。

图2：绿宝瓶系列在 2019、2020 年实现快速放量



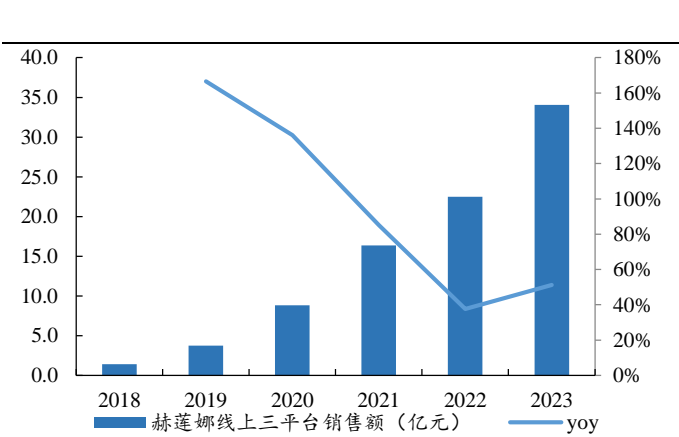
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图3：黑绷带系列产品三平台销售额高速增长



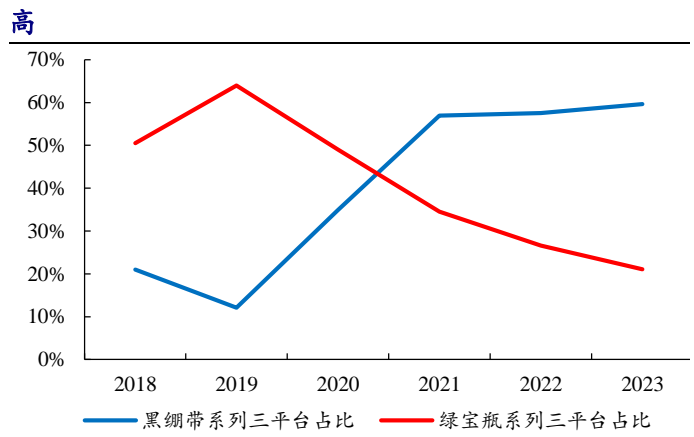
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图4：2023 年赫莲娜在线上三平台销售额实现高增



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图5：黑绷带系列在赫莲娜整体产品体系中占比越来越高



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

## 1.2、品牌建设方面：深挖代言人价值，助力品牌焕新一破圈传播—激活市场热度

在代言人的选择上，赫莲娜做到了兼具传达品牌内涵和话题度双重效应。

实力代言人立住品牌质感，促进品牌精神焕新，精准渗透目标人群。赫莲娜作为高奢品牌本身，其传达的独立性和创新性的品牌精神内核是重要的品牌资产，2019 年底赫莲娜官宣个性与才气兼具的王菲为品牌全球代言人，围绕“敢为人先+全情投入+不懈探索”，提纲挈领地凸显出王菲如何接棒赫莲娜夫人践行一生的改变力量，使品牌精神与价值得到进一步延伸。接着，通过高知达人矩阵多角度品牌解读引发

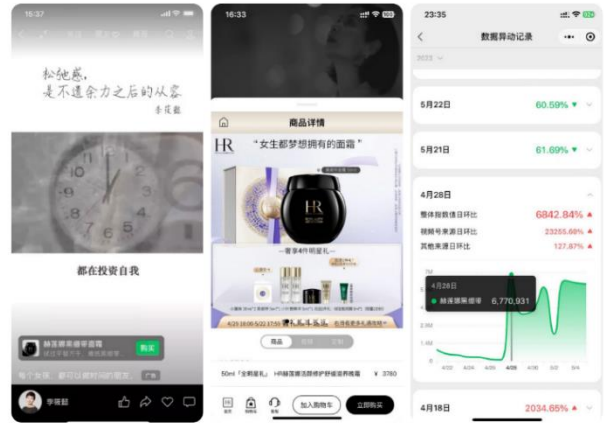
共鸣，优质素材持续助推，有效渗透目标人群，为品牌创造了更深层次的用户连接。

赫莲娜的媒体话题度在 2019 年年末任命王菲为全球代言人的时候被推向了高潮，赫莲娜品牌也从 2019 年开始步入增长的快车道。2019 年赫莲娜的业绩增长幅度高达 160%。2020 年，银泰百货发布的高端奢华美妆趋势报告中显示，报告期内，赫莲娜位列 TOP10，且增长幅度在研究的 11 个奢华美妆中位居第一。

图6：赫莲娜品牌多角度解读引发共鸣



图7：赫莲娜提供优质素材持续助推效果显著



资料来源：《2024 微信视频号品牌营销灵感案例集锦》

资料来源：《2024 微信视频号品牌营销灵感案例集锦》

新生代偶像代言塑造年轻化品牌形象，实现目标用户破圈。2020 年赫莲娜推出“绿宝瓶 PRO”，选择“顶流新生代”华晨宇作为品牌大使。华晨宇粉丝群体基础庞大，是名副其实的流量大户。

(1) 2020 年 4 月 6 日华晨宇携新品「绿宝瓶 PRO」“亮相”微博，粉丝在评论区自发种草，开启强势应援。在微博平台的广场效应下，华晨宇官宣博文转发量与评论量均破百万，带动话题#绿宝瓶 PRO#不断裂变发酵，助力品牌跨圈层传播，引爆新品升级第一波声量高峰。

(2) 品牌大使引爆话题后，KOL 开始发力。多圈层 KOL 定制优质博文紧跟传播节奏，全方位解读新品，利用微博“围观效应”汇聚全网关注，触达年轻消费群体。最终话题#绿宝瓶 PRO#网罗 2.5 亿曝光，讨论量超过 560 万，让绿宝瓶 PRO 快、准、稳改善肌肤问题的特点深入人心。

(3) 此外，通过抖音带货将流量引进抖音，通过华晨宇直播，借助抖音平台本身的多元流量资源，触达更多用户，发掘更多潜在用户。在直播过程中，赫莲娜利用抖音平台核心资源实现霸屏曝光，导流品牌原生直播间，直播日在线峰值人数创造行业纪录。

根据久谦中台数据，2019 年 7 月华晨宇官宣赫莲娜极致大使，官宣后 4 个月绿宝瓶系列销售额 1.5 亿元/yoy+256%，超过过去 1 年半绿宝品系列销售之和。

赫莲娜携手华晨宇打造品牌年轻化三部曲，呈现了百年美妆品牌在新时代下的升级与转化过程，高端品牌也可以在“接地气”的同时保持高级感。2024 年赫莲娜品牌相继邀请杨紫琼、刘宪华、郭晶晶等在不同领域杰出偶像或实力派代表，强化品牌质感。

在产品力宣传上，赫莲娜以“家族组合”概念打通全产品线。一方面，以家族组

合形式，根据不同圈层需求定制化推荐等多元维度全方位种草产品，涵盖王牌单品、冷热门产品等跨系列组合。另一方面，在种草过程中强化传递产品功效，方便不同消费人群对号入座，顺利找到适合自己的单品，精准匹配多种类型细分消费需求。

表1: 赫莲娜在代言人选择上兼具品牌质感与话题度

| 代言人 | 时间                 | 称号            | 产品              |
|-----|--------------------|---------------|-----------------|
| 王菲  | 2019年12月-至今        | 赫莲娜品牌全球代言人    | 黑绷带系列           |
| 华晨宇 | 2019年7月23日         | HR 赫莲娜极致大使    | 绿宝瓶系列（主要）       |
|     | 2019年10月17日        | HR 赫莲娜品牌大使    | 高光精华            |
|     | 2020年9月28日-2021年5月 | HR 赫莲娜新生护肤代言人 | 黑绷带             |
| 杨紫琼 | 2024年3月-至今         | 赫莲娜品牌全球先锋夫人   | 黑绷带系列           |
| 刘宪华 | 2024年3月至今          | 赫莲娜品牌青春能量大使   | 绿宝瓶系列           |
| 郭晶晶 | 2024年3月-至今         | 赫莲娜品牌至美大使     | 至美琉光系列<br>黑绷带系列 |

资料来源：微博、开源证券研究所

我们认为赫莲娜携手华晨宇打造品牌年轻化三部曲，呈现了百年美妆品牌在新时代下的升级与转化过程，高端品牌也可以在“接地气”的同时保持高级感，从精准定位到持续破圈，从单品到打通全产品线，代言人营销实现全方位的赋能。

### 1.3、伊菲丹：相继官宣杨紫、吴磊为品牌代言人，放大品牌声量助力扩大圈层认知

2023年10月16日，伊菲丹官宣杨紫为超级面膜系列首位代言人，2024年3月16日，伊菲丹官宣吴磊为防晒系列首位代言人，着力推广防晒产品。两位代言人作为90后优质明星，粉丝群体基础庞大，有望复制赫莲娜的年轻化的之路，在年轻群体中实现破圈。

图8: 2024年3月31日吴磊微博粉丝数4850.4万



资料来源：微博

图9: 2024年3月31日杨紫微博粉丝数6205.3万



资料来源：微博

随着官宣代言人及相关宣传推广力度增大，伊菲丹品牌热度大幅提升。3月6日-3月7日，面膜代言人杨紫对伊菲丹的代言贡献热度指数达93.19，超过2024年超过2024年2月所有新增代言和同品类新增代言的代言贡献热度指数均值。在官宣

后获得的声量中，有 99.61% 的热度由面膜代言人杨紫贡献，超过 2024 年 2 月所有新增代言和同品类新增代言的热度贡献占比均值。

以赫莲娜为鉴，两位 90 后优质偶像的代言有助于：（1）强化品牌信任，提高产品转化率 （2）扩大品牌声量，助力品牌实现破圈传播。

图10：伊菲丹面膜代言人代言效果数据报告显示伊菲丹热度大幅提升



资料来源：艾曼数据公众号

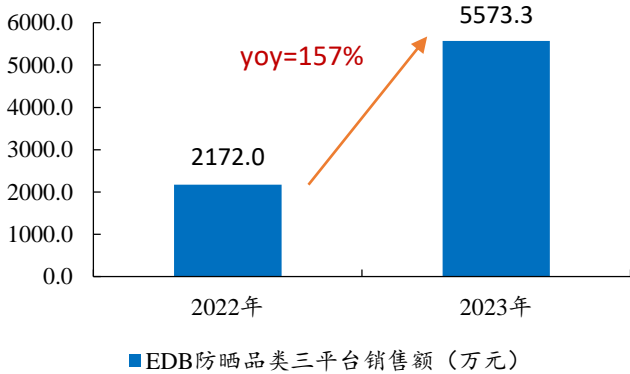
此外，公司积极合作伊能静、何超莲等和品牌调性相适配的明星，传递“以爱为本”的品牌理念，打造品牌质感。三八活动与品牌契合度高的优质主播合作，错峰投放效果显著。3月6日曼小小曼抖音直播销量 1000-2500 万，单日 EDB 官方粉丝数增长 7000 人+，大促期间单日增量超过海蓝之谜、赫莲娜、科兰黎等高端定位品牌。大促期间（2.28-3.8）抖音旗舰店销售额 2500 万-5000 万，粉丝数从 2023 年 12 月底 21 万增加至 3 月的 26 万。

伊菲丹 CP 组合延续增长，小样引流，防晒等 SKU 接力。2024 年 2 月公司隔离防晒产品线上三平台销售额 730 万元/yoy+171%，占比由 2023 年 1 月 5.8%提升至 2024



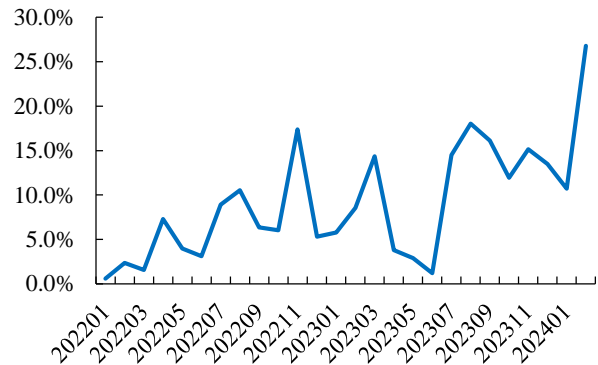
年2月的26.8%，已成为超级CP组合外第二大单品。随着官宣吴磊成为防晒品类代言人，预计防晒品类声量进一步放大，且其他高奢品牌在防晒领域布局相对较弱，公司防晒品类有望进一步高增，在高奢赛道中站稳脚跟，并带动整体品牌势能提升。

图11: 2023 年线上三平台伊菲丹防晒品类销售额增长 157%



数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

图12: 线上三平台伊菲丹防晒霜在伊菲丹品牌中占比



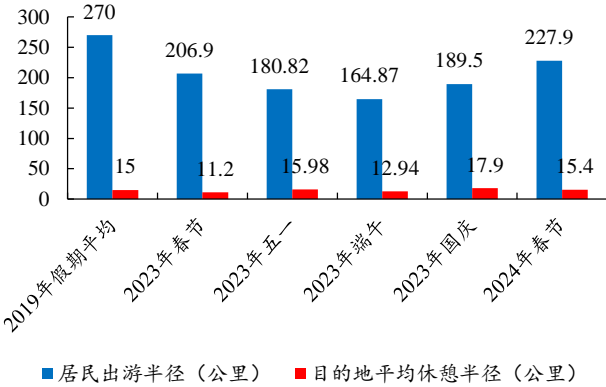
数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

## 2、出行/旅游: 2024Q1 休闲旅游量增价稳, 理性精致趋势凸显

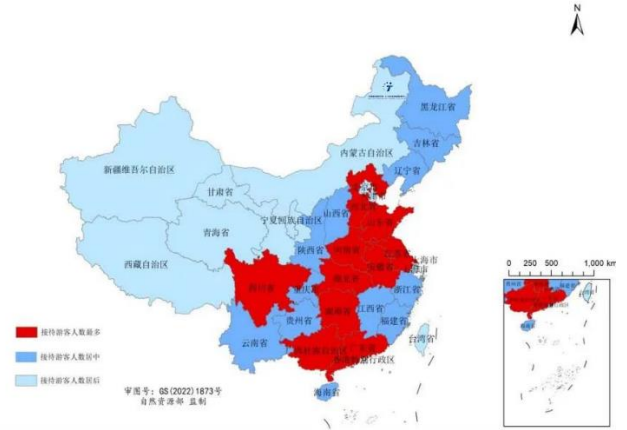
### 2.1、2024Q1 休闲旅游量增价稳, 理性精致趋势凸显

春节假期前后全国出游热情释放, 支撑 2024Q1 休闲度假量延续强势。根据携程《2024 年第一季度旅游度假区消费报告》, 全国 63 家国家级旅游度假区住宿设施订单量同比增长 44.50%, 住宿设施预订收入同比增长 45.74%, 度假产品预订量同比增长 54.81%。主题上, 冰雪细分赛道表现尤为亮眼, 东北地区国家级旅游度假区各项数据断层式领跑, 住宿设施预订量涨幅达 104.71%, 预订收入涨幅为 166.31%, 间夜均价涨幅为 24.87%。

旅游消费习惯变化: (1) “就近与远方并存”特征突出, 长线度假成为假期非必选项, 本地周边游、自驾游市场需求火热。携程报告显示, 2024Q1 选择本地出游的游客同比上升 9.57%, 超七成国家级旅游度假区省内游客占比平均增加 4.21pct, 而从游客出游半径看, 2024 年春节假期游客平均出游半径达 227.9 公里/yoy+10.2%; 目的地平均游憩半径 15.4 公里/yoy+38.0%, 疫后假期旅游以中线游为主体, 反映两点: 一是旅游偏好呈现个性化特色, 旅游场景边界由传统景区向商业和文化空间扩张, 且受制于公假制度安排, 旅游资源丰富、人口密度高、出游能力强的一线地区居民城市休闲、乡村度假等周边休闲频次明显提升。二是各地旅游供给质量提升、公路建设设施完善&家庭汽车保有量的提升, 充分保障家庭化、小型化自驾出行需求。

**图13：疫后假期旅游出游半径低于2019年平均水平**


数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

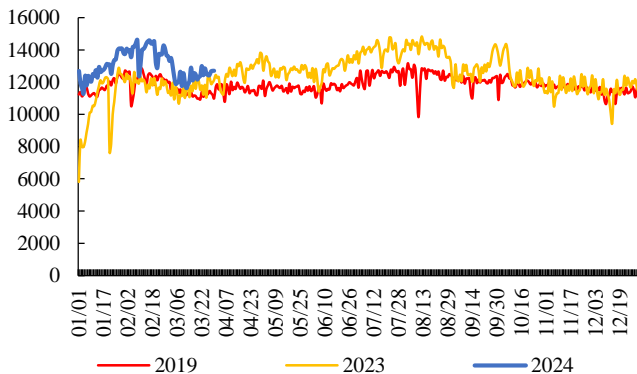
**图14：2024年春节旅游客源地和目的地呈现空间同构特征**


资料来源：中国旅游研究院公众号

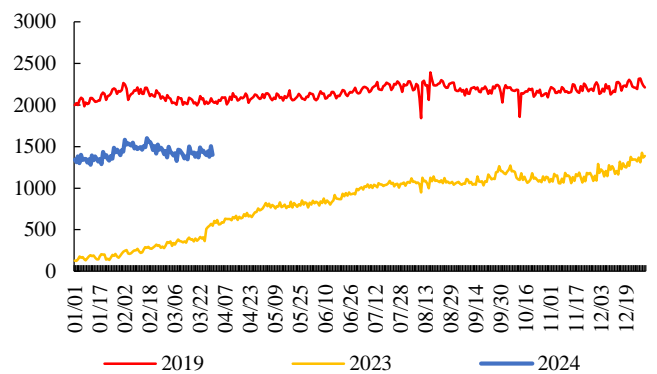
**(2) 理性的精致：品质和性价比趋势并行。** 报告显示2024Q1全国国家级旅游度假区内住宿设施间夜均价整体与去年持平，其中一半以上度假区间夜均价出现小幅下降，其中高品质住宿设施间夜均价略低于去年水平，降幅为1.56%，主要系高品质酒旅供给增加，市场竞争加剧，同时游客对性价比愈发关注，推动高品质住宿设施在价格策略上进行灵活调整，以更好地适应市场需求。但在有限预算约束下，游客追求消费高品质服务的强烈动机并未消退，2024Q1高品质住宿设施预订量涨幅较整体住宿设施高3.42pct，为此提供了侧面验证。

## 2.2、航空：国内航班平稳运行，国际航班恢复态势良好

根据航班管家，本周(3.24-3.30)全国日均客运执行航班量14375架次，较2023年同期增长14%。其中，本周国内客运日均执行航班量12468架次，较2023年同期增长6%，3月国内航班较2023年同期增长7%；本周国际客运日均执行航班量1427次，恢复至2019年同期70%，3月国际航班恢复至2019年同期70%。

**图15：本周国内客运日均执行航班量较2023年同期增长6%（单位：架次）**


数据来源：航班管家、开源证券研究所

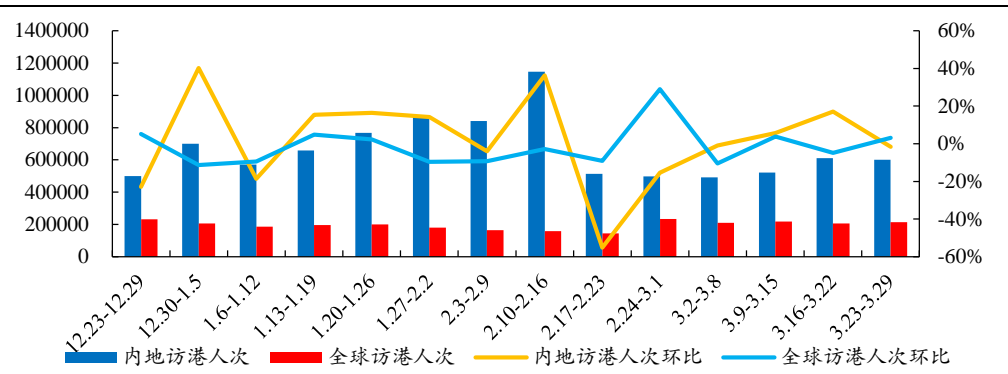
**图16：本周国际客运日均执行航班量恢复至2019年同期70%（单位：架次）**


数据来源：航班管家、开源证券研究所

## 2.3、访港数据追踪：内地访港环比回落，全球访港维持稳定

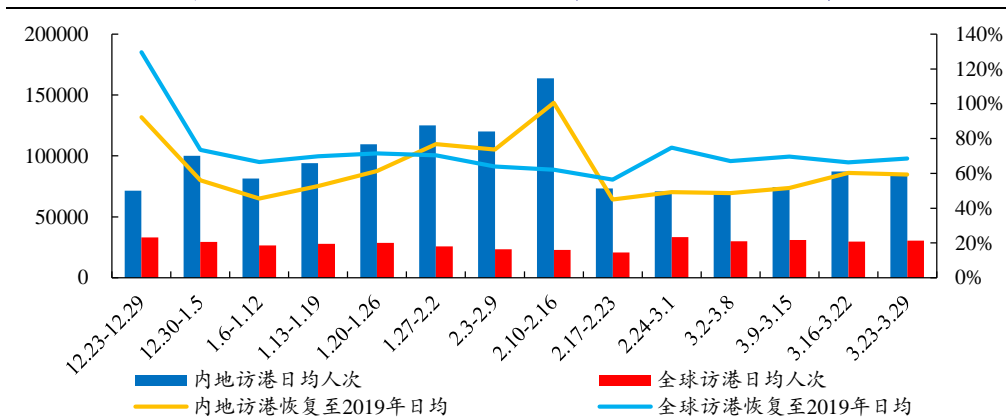
本周(3.23-3.29)内地访客总入境人次达 600352 人, 环比-1.6%; 全球访客总入境人次(除内地外) 213671 人, 环比+3.2%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度(3 月)日均 59.4%, 全球访客日均人数(除内地外)恢复至 2019 年月度(3 月)日均的 68.5%。内地访港整周单日峰值 13.65 万人次, 全球访客整周单日峰值(除内地外)达 3.43 万人次。

图17: 近一周内地/全球访港人数环比-1.6%/+3.2% (单位: 人次)



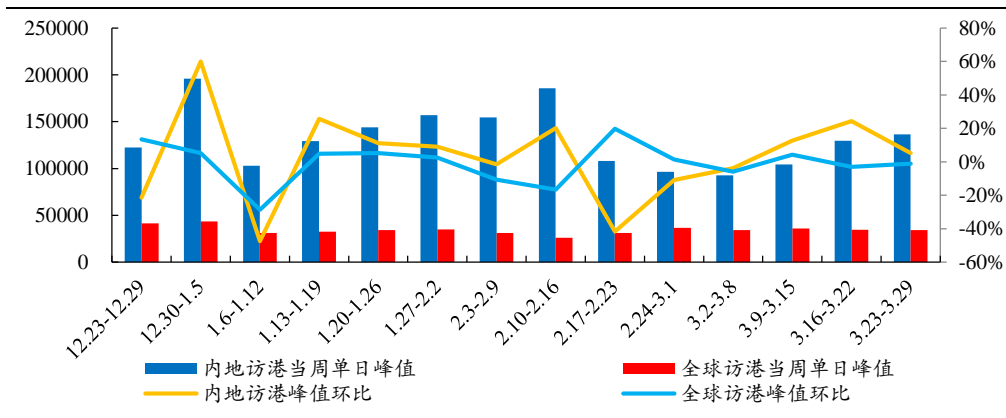
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图18: 近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 59.4%/68.5% (单位: 人次)



数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图19: 近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+5.2%/-1.1% (单位: 人次)



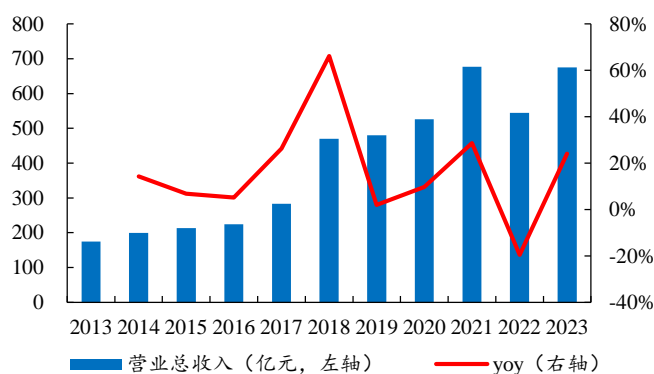
数据来源: 中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

### 3、免税：中免 2023 年分红比例提升，2 月韩免同环比大幅下滑

#### 3.1、中国中免：2023 年经营改善，分红比例大幅上调

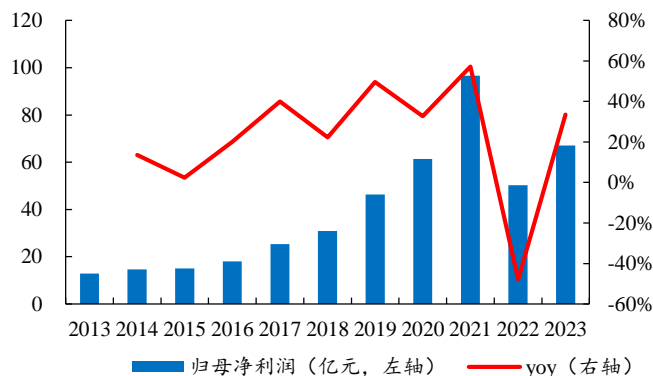
2023 年业绩与预告基本一致，分红率提升加大股东回报力度。2023 年公司实现营收 675.4 亿元/yoy+24.1%；归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.5%；扣非归母净利润 66.52 亿元/yoy+35.7%。其中 2023Q4 实现营收 167 亿元/yoy+11%；归母净利润 15.07 亿元/yoy+274.7%；扣非净利润 14.61 亿元/yoy+358.9%，与业绩快报基本一致，同时拟 10 派发 16.5 元，分红率 50.85%/yoy+17.95pct，较往年 30%左右水平大幅提升，当前对应股息率约 2%。

图20：2023 年营收 675.4 亿元/yoy+24.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023 年归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.5%

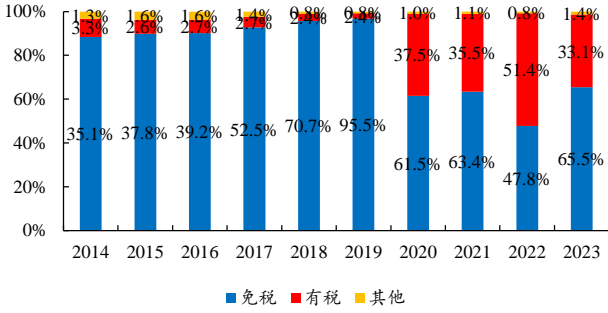


数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务看，线下免税复苏助力盈利能力改善。免税：2023 年离岛及口岸线下客流复苏带动免税销售收入增长，全年实现免税销售收入 442.3 亿元/yoy+69.9%，毛利率 39.5%/+0.08pct；有税：线下门店分流叠加电商渠道竞争激烈，2023 全年有税销售收入 223.4 亿元/yoy-20.1%，毛利率 15.3%/yoy-2.17pct，其中免税销售占比提升至 65.5%/较 2021 年+2.05pct。

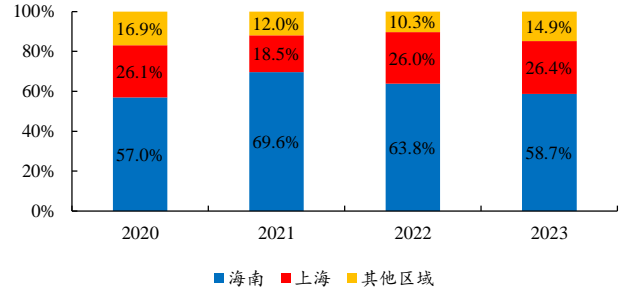
分地区看，新海港项目爬坡顺利，上海日上增收不增利。(1) 海南板块，2023 年海南实现营收 396.5 亿元/yoy+14.2%，毛利率 25.8%/yoy+0.33pct，板块收入占比 58.7%/yoy-5.1pct。分项目看，三亚店营收 283.64 亿元/yoy-6.2%，归母净利润 26.47 亿元/yoy+3.6%，归母净利率 9.33%/yoy+0.88pct；海免公司收入 49.18 亿元/-12.9%，归母净利润 1.98 亿元/-42.8%，归母净利率 4.03%/yoy-2.1pct；海口国际免税城收入 68.38 亿元，归母净利润 3299 万元，开业首个完整年度即贡献盈利，同时对三亚和海免门店产生一定分流。(2) 上海板块，2023 年实现营收 178.21 亿元/yoy+26%，毛利率 23.8%/yoy+0.87pct，主要系线下出入境客流逐步恢复，子公司层面（上海日上）实现归母净利润 2.57 亿元/yoy-59.1%。

图22：2023年免税销售收入占比提升至65.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

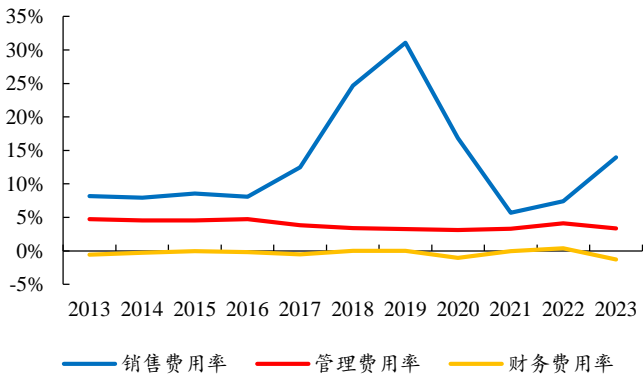
图23：2023年海南板块收入占比58.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

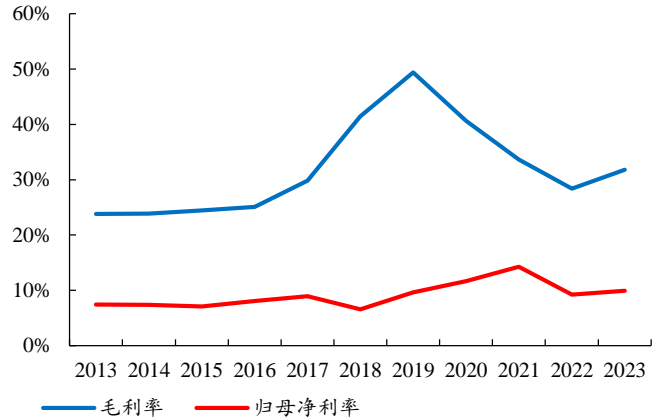
出境客流恢复致机场租金承压，管理/财务费用控制良好。盈利能力上，2023年毛利率31.82%/yoy+3.43pct；归母净利率9.94%/yoy+0.7pct，拆分费用看，2023年销售费用率13.95%/yoy+6.54pct，主要系原协议下机场租金与客流挂钩，与销售收入不完全匹配；管理费用率3.36%/yoy-0.77pct，整体控费情况较好；财务费用率-1.29%/yoy-1.69pct，主要系汇兑收益和利息收入大幅增加。

图24：2023年销售费用率31.8%/yoy+3.4pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023年归母净利率9.94%/yoy+0.7pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、韩国免税：韩免政策新规实施，2月销售额同环比大幅下滑

根据KDFA公布数据，2024年2月韩国免税店销售情况：

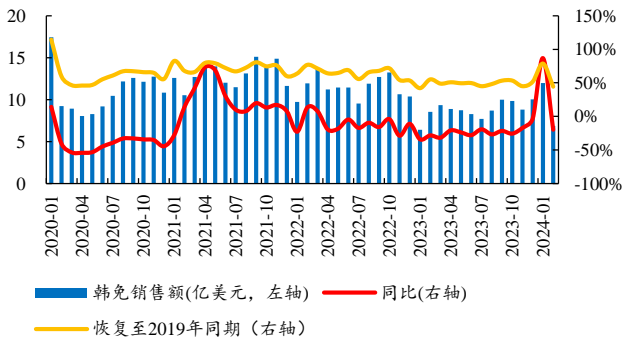
**销售额：**2024年2月，韩国免税总销售额6.88亿美元，同比-19.71%，环比-42.68%。边际大幅下滑，恢复至2019年同期44.29%。分客源看，国内游客销售额1.89亿美元，同比+22.1%，环比-4.45%，恢复至2019年同期63.42%。国外游客销售4.98亿美元，同比-28.96%，恢复至2019年同期39.73%，环比-50.25%，占比72.46%。外国人销售额环比大幅下滑可能系中国春节假期错位，叠加韩免恢复外国人购物数量政策限制，大宗代购卖家减少拉低客单所致。

**购物人次：**2024年2月，韩国免税购物人次213.53万人，同比+54.06%，自2021年9月以来持续同比提升，环比-5.27%，恢复至2019年同期57.14%。分客源看，国内游客购物人次151.49万人，同比+28.78%，环比-6.71%，占比70.94%，恢复至2019年同期62.66%。国外游客购物人次62.04万人，同比+195.93%，环比-1.57%，占比

29.06%，恢复至 2019 年同期 47.03%。

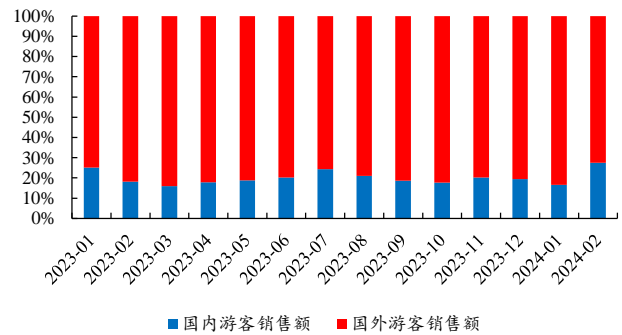
**人均消费：**2024 年 2 月，韩国免税人均消费 321.97 美元，同比-47.88%，环比+39.49%，恢复至 2019 年同期 77.51%。分客源看，国内游客人均消费 124.99 美元，同比-5.19%，环比+2.42%，恢复至 2019 年同期 120.76%。国外游客人均消费 802.95 美元，同比-75.99%，环比-49.46%。国外人均客单价持续同环比大幅下滑主要系 2024 年 2 月 1 日起韩国海关总署新规正式执行，即个人购物者不得购买超过 50 件任何 SKU(瓶装酒、盒装香烟、化妆品(套装)以及最多 50 件其他相同商品)或 10 个包袋和手表；禁止个人 B2C 客户通过货运(空运和海运)将此类货物运出韩国；同时针对海外大宗买家，仅有结转产品和库存产品可进行空运或海运交付，可出售给大宗买家的库存仅包括保税仓库内存放时间超过两个月的化妆品、时间超过三个月的其他商品(包括酒类、香烟)，对于整体海外买家消费客单价已产生重大影响。

**图26：2月韩国免税销售额同比-19.71%**



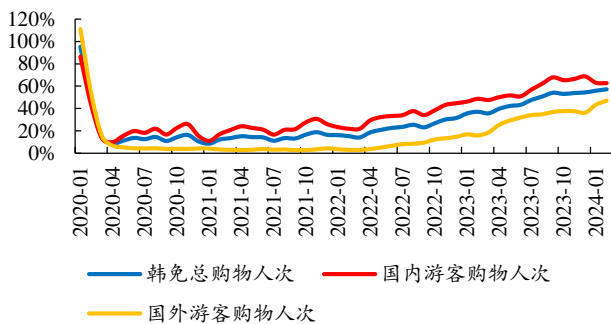
数据来源：KDFA、开源证券研究所

**图27：2月国外游客销售额占比 72.46%**



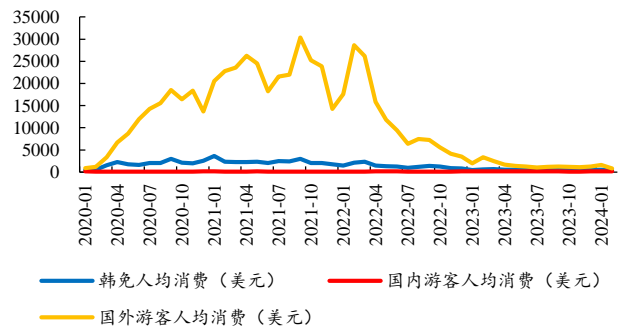
数据来源：KDFA、开源证券研究所

**图28：2月国外游客购物人次恢复至2019年同期47%**



数据来源：KDFA、开源证券研究所

**图29：2月国外游客人均免税消费金额环比-49.46%**



数据来源：KDFA、开源证券研究所

## 4、教育：卓越、思考乐发布业绩，行业寒春季高景气持续

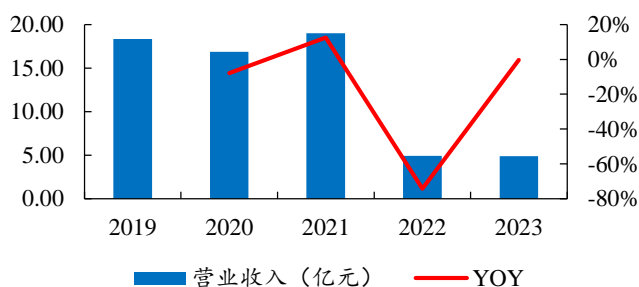
### 4.1、卓越教育集团：加快素质教育发展，宣布分红彰显信心

素质教育发展加速，利润率大幅提升。收入端：2023 年卓越教育实现收入 4.89

亿元，同比-0.4%。其中素质教育业务 1.39 亿元，同比+71.1%，2023H1 素质教育收入仅 2800 万元，同比-43.7%。我们认为下半年素质教育大幅增长主系公司增设文学、科学素养等非学科课程，同时加快非学科牌照审批。**利润率端**：2023 年卓越教育实现净利润 8988 万元，净利润率 18.4%，较没有疫情和双减的 2019 年的 7.4% 提升 11pct，经营效率大幅优化。

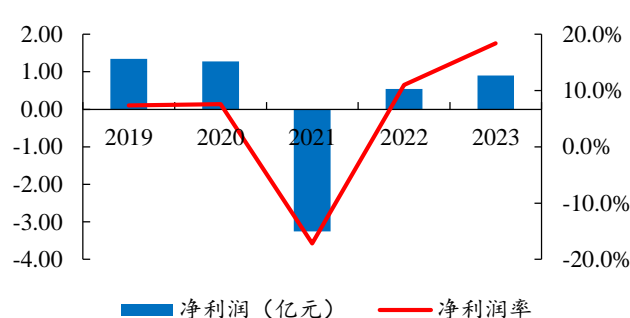
**宣布分红，重视股东回报。**卓越教育集团在港交所公告，公司拟派发截至 2023 年 12 月 31 日的末期股息每股 0.035 港元，对应 2024/3/29 公司收盘价，股息率为 1.2%。

图30：2021 年卓越营收约为 19 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023 年卓越净利率提升至 18.4%



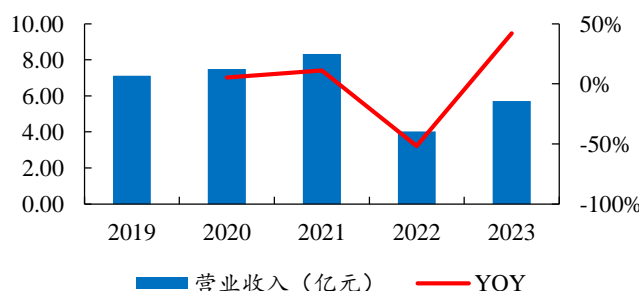
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、思考乐教育：合同负债高增，寒春季高景气

**素质教育、高中业务快速增长，合同负债显示高景气。**收入端：2023 年思考乐教育实现收入 5.71 亿元，同比+41.9%。其中素质教育业务 5.19 亿元，同比+40.3%，学业教育课程（高中）5175 万元，同比+60.3%。**利润率端**：2023 年卓越教育实现经调整净利润 1.08 亿元，经调整净利润率 18.9%，同比+5.4pct，经营效率大幅优化。截至 2023 年底，思考乐合同负债金额为 2.76 亿元，同比+52.2%，预收款显示寒春季高景气。

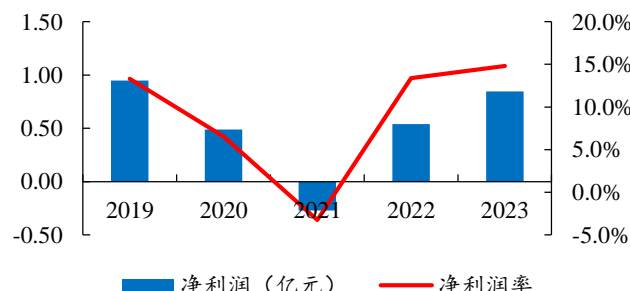
集团积极寻求新的商机，并于截至 2023 年 12 月 31 日止年度推出**教育旅游业务及国际课程**。集团相信，新的业务举措将扩阔集团的收益基础，为长远发展带来贡献。

图32：2023 年思考乐实现收入 5.71 亿元，同比+41.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2023 年思考乐净利润 0.85 亿元，净利率 14.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、 餐饮：多家餐饮公司发布业绩，复苏可期

### 5.1、 达势股份：营收同比增长 51%，调高开店指引

达美乐中国 2023 年营收达 30.5 亿，同比增长 51%。除所得税前利润为 227.5 万元；公司股权持有人应占利益年内亏损 2660.3 万元，同比减少 88.1%。

门店方面，达美乐中国 2023 年净新增门店 180 家。新进驻 13 个城市，截至 2023 年 12 月 31 日，达美乐中国在中国内地 29 个城市直营 768 家门店。达势股份执行董事兼 CEO 王怡表示，将继续扩大在中国尚未充分开发的比萨市场的业务版图，同时，将充分利用达势股份的竞争优势，在更大范围内提升运营效率，进一步增强整体盈利能力。预计 2024 年开设约 240 家新店，2025 年和 2026 年各开设约 300-350 家新店。

### 5.2、 奈雪的茶：实现全年盈利，降低加盟门槛

奈雪的茶 2023 年全年营收增长约 20.3%，从 2022 年的 42.92 亿元增至 51.64 亿元；经调整后的净利润由 2022 年的亏损 4.61 亿元转为盈利 0.21 亿元。奈雪从 2023 年 7 月开始向三、四线市场拓展加盟业务，2023 年开业 81 家加盟店，截至 2024 年 2 月已有 200 家加盟店。在财报后的业绩分析会上，奈雪的茶表示未来 2~3 年将开设 2000~3000 家加盟店。奈雪的茶 2023 年直营门店的门店经营利润率为 17.7%，较 2022 年的 11.9% 有所增长。加盟商的单店 UE 模型，门店经营利润率在 20% 以上。

### 5.3、 海伦司：关闭部分直营门店发力加盟，由亏转盈

2023 年海伦司，实现营业收入 12.09 亿元，同比下跌 22.49%，净利润为 1.81 亿元，上一年同期则亏损 16.0 亿元；非国际财务报告准则下经调整净利润 2.80 亿元，上一年同期经调整净亏损为 2.41 亿元。

大幅关闭直营门店，转向加盟模式，经营模式变得更轻。2023 年海伦司关掉了近 400 家直营门店，门店经营成本明显下降，尤其是其自有员工人数一年减少了 962 人，整体人力成本减少了超 7 亿元，而新开设的加盟店日均销售额则与直营店接近。

## 6、 酒店：亚朵营收、盈利创新高，零售收入超自营酒店

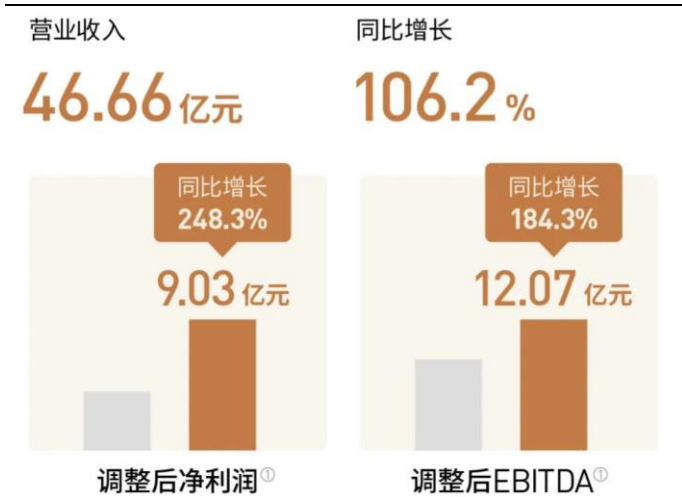
2023 年亚朵营收实现翻倍增长，盈利创新高。2023 年亚朵集团实现营收 46.66 亿元，同比增长 106.2%；调整后净利润为 9.03 亿元，相比 2022 年大涨 248.3%；调整后的 EBITDA 为 12.07 亿元，同比增长 184.3%。其中第四季度，亚朵集团营收同比增长 140.4% 至 15.05 亿元。2023 年亚朵集团酒店的平均可出租客房收入 (RevPAR) 为 377 元，恢复至 2019 年同期水平的 114.4%；日均房价 (ADR) 为 464 元，恢复至 2019 年同期水平的 107.9%；入住率 (OCC) 达 77.8%，恢复至 2019 年同期水平的 106%。分季度来看，ADR 和 OCC 连续四个季度均超过 2019 年同期水平。

核心经营指标反超疫情前，门店扩张加速。2023 年，亚朵集团累计新开业酒店 289 家，新签约酒店 576 家，超额完成年初设定的目标。截至 2023 年底，亚朵集团在营酒店数量达到 1210 家。截至 2023 年底，注册会员数突破 6300 万，同比增长 78%。



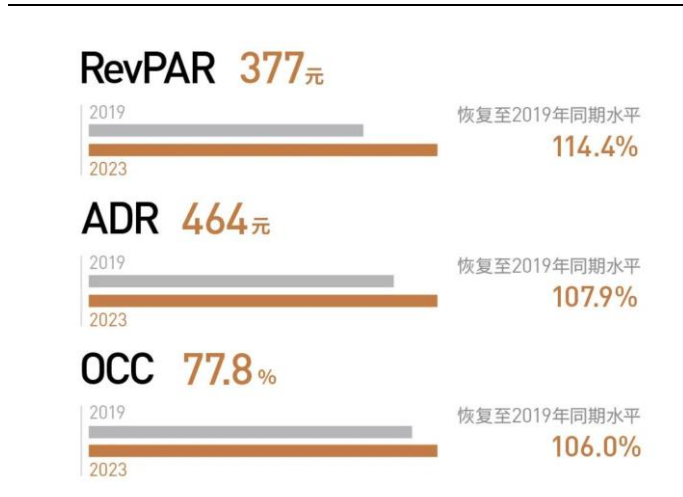
零售业务收入重要性日渐提升。财报数据披露，2022 年零售业务收入为 2.54 亿元，占总营收比重为 11.18%；2023 年零售业务收入增长至 9.72 亿元，在总营收中的比例攀升至 20.81%，甚至超过了亚朵自营酒店的营收占比。

图34：2023 年亚朵实现净利润 9.03 亿元



资料来源：几木里公众号

图35：亚朵 2023 年运营指标超疫情前



资料来源：几木里公众号

## 7、西域旅游公司公告：低空经济赋能文旅新方式，关注西域旅游在低空经济的布局

**西域旅游：**3 月 17 日公司公告，根据战略发展需要，拟与亿航智能签订《合作框架协议》，共同出资设立无人驾驶航空器运营的合资公司。西域通航注册资本暂定为人民币 2,500 万元，其中，公司以货币出资 1,750 万元，占西域通航注册资本的 70%；亿航智能以货币出资 750 万元，占西域通航注册资本的 30%。

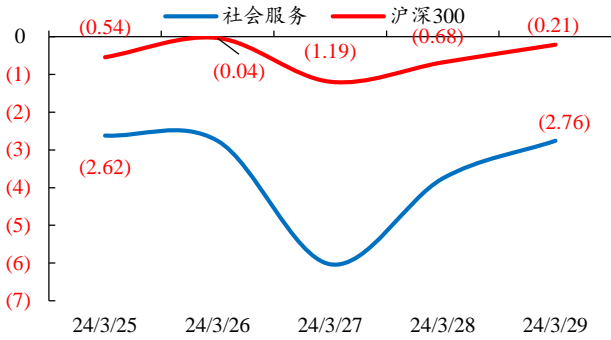
双方将根据项目开展情况整体规划、分步实施。目的在于依托公司目前已运营的天山天池等景区及现有景区品牌影响力和示范带动性，开展低空游览项目，开辟空中游天山天池的新视角和新思路，并拟以此为平台进而辐射全疆，开创低空旅游新业态，进一步提升天池旅游产品的影响力、知名度以及品牌价值，从而带动旅游产业高质量发展和产业升级。

## 8、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘

### 8.1、行业跟踪：本周社服板块下跌

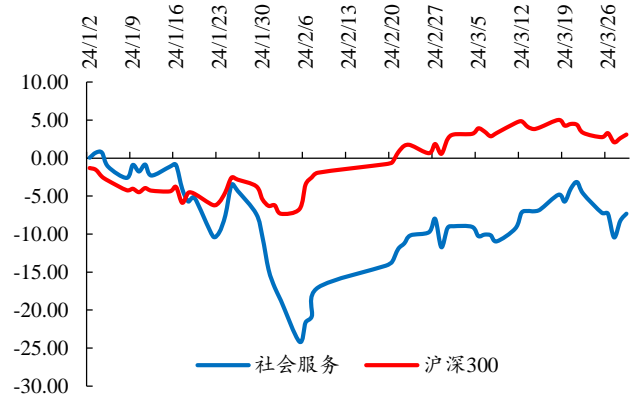
本周（3.25-3.29）社会服务指数-2.76%，跑输沪深 300 指数 2.54pct，在 31 个一级行业中排名第 27；2024 年初至今社会服务行业指数-7.32%，弱于沪深 300 指数的 +3.10%，在 31 个一级行业中排名第 26。

图36: 本周 (3.25-3.29) 社服板块跑输沪深300 (%)



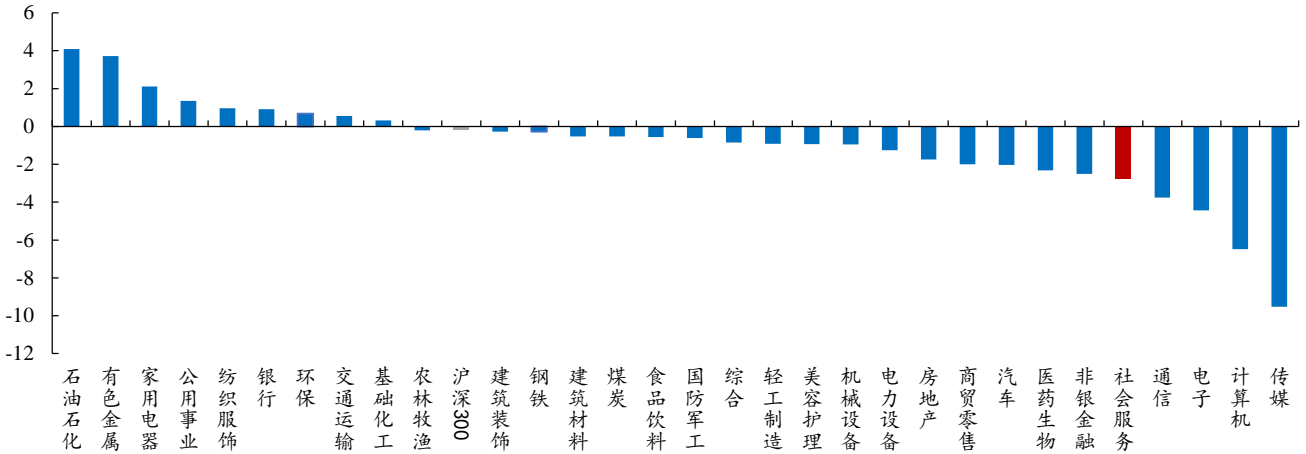
数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 2024年初至今社服板块走势弱于沪深300 (%)



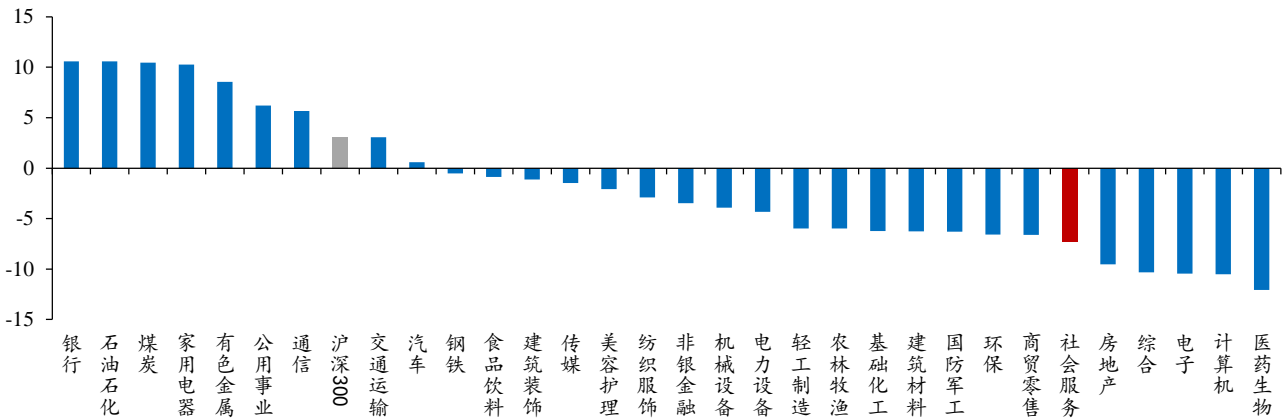
数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 本周 (3.25-3.29) 社会服务在一级行业排名第 27 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 2024年初至今社会服务在一级行业排名第 26 (%)

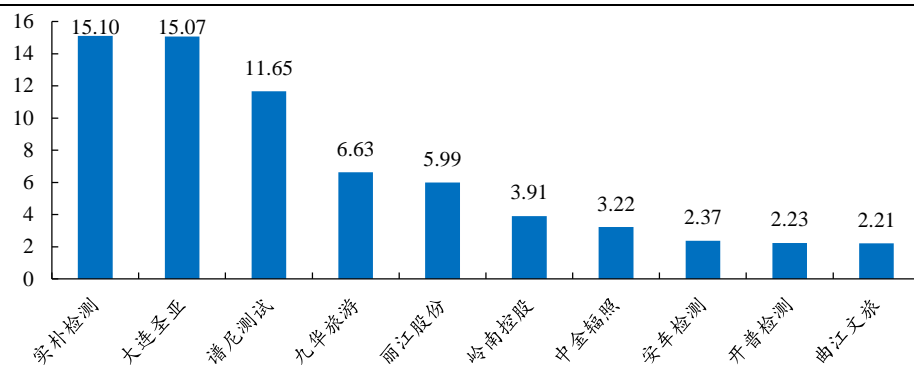


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 8.2、社服标的表现: 本周 (3.25-3.29) 检测、旅游类上涨排名靠前

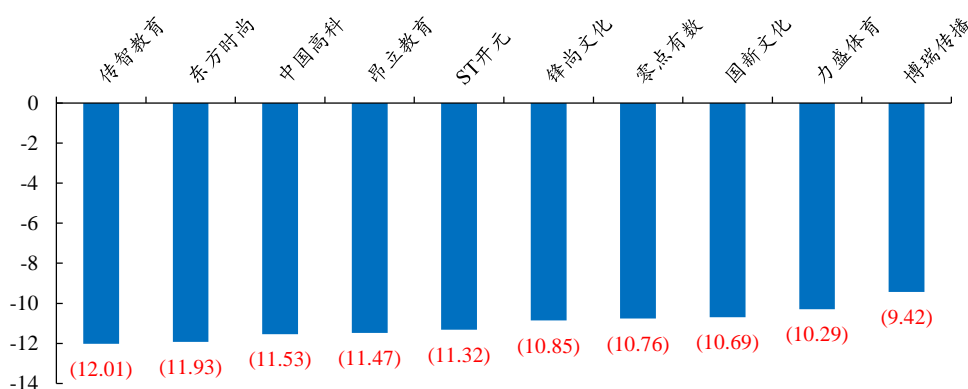
本周(3.25-3.29)涨幅前十名以检测、旅游类为主,涨幅前三名分别为实朴检测、大连圣亚、谱尼检测,跌幅前三名分别为传智教育、东方时尚、中国高科。净流入额前三名分别为广电计量、学大教育、丽江股份,净流入额后三名为中公教育、东方时尚、首旅酒店。

图40: 本周(3.25-3.29)实朴检测、大连圣亚、谱尼检测领涨(%)



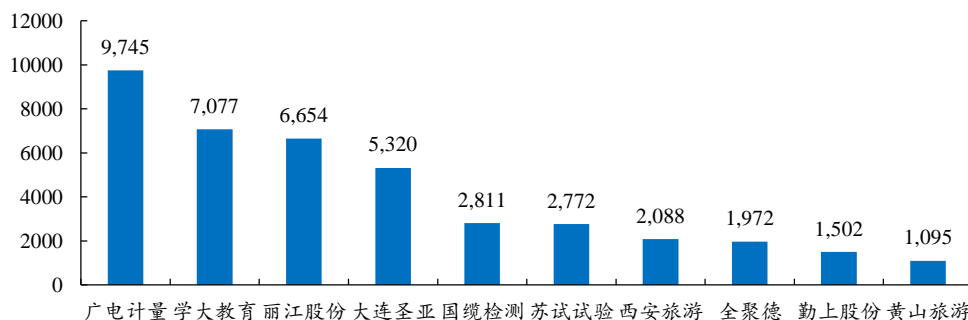
数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 本周(3.25-3.29)传智教育、东方时尚、中国高科跌幅较大(%)

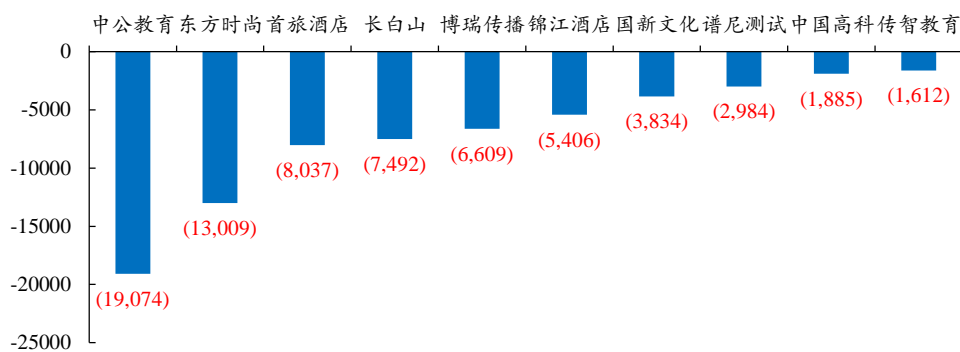


数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 本周(3.25-3.29)广电计量、学大教育、丽江股份净流入额较大(万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图43：本周（3.25-3.29）中公教育、东方时尚、首旅酒店净流出额较大（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：盈利预测与估值（未公布2023年业绩）**

| 代码        | 公司名称   | 2024/3/29 |       |       | EPS   |         |        | PE     |     |  | 评级 |
|-----------|--------|-----------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|-----|--|----|
|           |        | 收盘价       | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E   | 2024E  | 2025E  |     |  |    |
| 688363.SH | 华熙生物   | 56.17     | 2.59  | 3.32  | 4.11  | 21.70   | 16.92  | 13.65  | 买入  |  |    |
| 300856.SZ | 科思股份   | 78.17     | 3.89  | 5.02  | 6.58  | 20.10   | 15.57  | 11.88  | 买入  |  |    |
| 300740.SZ | 水羊股份   | 19.75     | 0.80  | 1.08  | 1.29  | 24.69   | 18.29  | 15.31  | 买入  |  |    |
| 688366.SH | 昊海生科   | 98.50     | 2.60  | 3.13  | 3.86  | 37.88   | 31.47  | 25.50  | 买入  |  |    |
| 001308.SZ | 康冠科技   | 25.90     | 1.99  | 2.50  | 3.10  | 13.02   | 10.36  | 8.35   | 买入  |  |    |
| 603277.SH | 银都股份   | 28.45     | 1.28  | 1.57  | 1.93  | 22.18   | 18.09  | 14.72  | 买入  |  |    |
| 0K75.L    | 新东方    | 86.75     | -     | 2.60  | 3.54  | -       | 30.23  | 22.23  | 未评级 |  |    |
| 0A2X.L    | 好未来    | 11.30     | -     | 0.07  | 0.24  | -       | 143.43 | 42.99  | 未评级 |  |    |
| 300192.SZ | 科德教育   | 11.52     | 0.43  | 0.56  | 0.70  | 24.29   | 18.65  | 14.92  | 买入  |  |    |
| 000526.SZ | 学大教育   | 60.82     | 1.21  | 1.78  | 2.37  | 45.76   | 31.05  | 23.25  | 未评级 |  |    |
| 603081.SH | 大丰实业   | 10.71     | 1.13  | 1.49  | 1.80  | 9.48    | 7.19   | 5.95   | 买入  |  |    |
| 605289.SH | 罗曼股份   | 33.60     | 1.26  | 1.27  | 1.74  | 26.59   | 26.54  | 19.35  | 未评级 |  |    |
| 600916.SH | 中国黄金   | 11.26     | 0.59  | 0.71  | 0.83  | 18.94   | 15.78  | 13.63  | 买入  |  |    |
| 300662.SZ | 科锐国际   | 19.50     | 1.09  | 1.47  | 1.88  | 17.96   | 13.25  | 10.38  | 未评级 |  |    |
| 600861.SH | 北京人力   | 19.21     | 1.07  | 1.72  | 2.01  | 17.87   | 11.16  | 9.54   | 未评级 |  |    |
| 600662.SH | 外服控股   | 4.56      | 0.27  | 0.32  | 0.37  | 16.93   | 14.32  | 12.36  | 未评级 |  |    |
| 603059.SH | 倍加洁    | 21.66     | 1.25  | 1.7   | 2.16  | 17.33   | 12.74  | 10.03  | 买入  |  |    |
| 9961.HK   | 携程集团-S | 345.20    | -     | 13.16 | 15.38 | -       | 26.23  | 22.45  | 未评级 |  |    |
| 300492.SZ | 华图山鼎   | 95.60     | -0.31 | 0.26  | 0.76  | -312.01 | 363.22 | 126.17 | 未评级 |  |    |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：新东方、好未来统计口径为财年。除康冠科技、华熙生物、中国黄金、米奥会展、昊海生科、大丰实业、科思股份、水羊股份、倍加洁、银都股份为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用Wind一致预期（2024年3月29日港币兑人民币收盘价为0.90792）

**表3：盈利预测与估值（已公布 2023 年业绩）**

| 代码        | 公司名称 | 2024/3/29 |       | EPS   |       |       | PE    |       |     | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|----|
|           |      | 收盘价       | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |     |    |
| 600223.SH | 福瑞达  | 8.44      | 0.37  | 0.47  | 0.58  | 22.77 | 18.06 | 14.54 | 买入  |    |
| 300896.SZ | 爱美客  | 345.43    | 11.29 | 14.51 | 18.26 | 30.58 | 23.81 | 18.92 | 买入  |    |
| 832982.BJ | 锦波生物 | 220.80    | 6.81  | 9.42  | 13.03 | 32.41 | 23.44 | 16.94 | 未评级 |    |
| 601888.SH | 中国中免 | 85.42     | 4.02  | 4.90  | 5.36  | 21.27 | 17.45 | 15.94 | 未评级 |    |
| 0780.HK   | 同程旅行 | 20.65     | 0.87  | 1.12  | 1.36  | 21.44 | 16.73 | 13.81 | 未评级 |    |
| 603099.SH | 长白山  | 22.82     | 0.70  | 0.81  | 0.94  | 32.68 | 28.10 | 24.29 | 买入  |    |
| 300795.SZ | 米奥会展 | 40.32     | 1.83  | 2.49  | 3.05  | 22.03 | 16.21 | 13.23 | 买入  |    |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除福瑞达、爱美客、长白山、米奥会展外，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期（2024 年 3 月 22 日港币兑人民币收盘价为 0.90792）

## 9、风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn