

# 社会服务行业2024中期投资策略： 关注大文旅板块长期衍变及教育板块的投资机会

刘文正、饶临风、邓奕辰、周诗琪

# 核心观点：关注大文旅板块长期衍变及教育板块的投资机会

## 核心观点：

年初至今，社服板块整体表现弱于大盘，作为曾经的反映消费升级的成长性资产，总体上仍受到大环境对可选消费的成长预期下调和估值压制；其中旅游景气度延续，使得景区板块表现相对强势，而旅游供需两端的一些变化亦使得旅游板块在中长期视角下仍是个值得关注的板块；出入境板块，包含出境游及出海相关服务亦孕育着投资机会；此外，教育板块在当前环境下亦具备独立的景气度逻辑。各个板块的投资观点如下：

### 主线一：大文旅板块及出入境服务方向

- **格局稳定、业务场景进一步拓宽的OTA龙头：**随着旅游在线化率提升、场景&流量来源&业务类别进一步拓宽，并开启市场空间和业态外拓；**建议关注：携程集团、同程旅行等。**
- **关注年内景气度方向清晰的核心景区标的。**在旅游消费具备较为清晰的成长驱动的背景下，年内基于旺季/假期的出行表现，仍存在波段性的投资机会，需要把握年内内容流的时点进行配置；**建议关注：长白山、九华旅游、峨眉山、黄山、西域旅游等。**
- **关注符合各类客群未来新消费趋势的旅游产品：**随着老龄化程度加深，建国后“婴儿潮”人群逐渐进入退休阶段，老龄人口的旅游休闲需求亟待满足；而随着广大青年群体在当前环境下对闲暇时间的再配置，亦在呼唤符合休闲目标的优质的文旅供给的出现；**建议关注：君亭酒店、众信旅游等。**
- **关注具备成长能力的人文景区后续的产品迭代和业务拓展规划，以及景区资产重组机会：**随着旅游客群/需求的变化，人文景区处在产品迭代升级的过程当中，与此同时，在“旅游强国”的政策号召下，旅游资产成为各地政府重点关注/积极投入的领域，人文景区迎来一定的扩张机遇，同时优质的景区资产有望借助重组实现资本化，实现做大做强。**建议关注：宋城演艺、天目湖、西藏旅游等。**
- **关注出海服务相关龙头公司的成长路径：**随着国内制造业走向更具深度和广度的出海，涌现出如会展、人力资源等相关的企业服务，当前出海自办展赛道进入稳定的成长通道，建议关注板块内龙头公司的成长节奏和竞争壁垒。**建议关注：米奥会展、兰生股份等。**

### 主线二、教育板块的价值重估

- **关注教培监管边界清晰下的基本面优化：**21年7月“双减”政策出台后，政府对教育行业展开强监管，驱动K12教培规范化。目前来看，监管的政策边界逐渐清晰，重点主要集中在K9义务教育阶段，对高中阶段校外教育培训未作出严格限制；同时行业政策洗礼后，供给显著去化，头部机构网点布局较为密集，经营面具备优势，当前已开始实现营收端的明显修复。**建议重点关注：学大教育、科德教育、好未来、新东方等标的。**
- **关注优质职教龙头的成长逻辑：**当前环境下，部分职教龙头瞄准的细分需求存在逆势成长的空间，如专注企业管理培训的龙头公司**行动教育**、考公龙头**华图山鼎**，以及职业技能培训领域的龙头公司**中国东方教育**等标的。

## ▶ 分板块来看：

- **旅游景区**：旅游景区行业步入线上流量驱动、年轻群体为出行主力的新阶段，虽行业供给端百花齐放，但名山大川类景区观光游览仍是年轻群体的主要偏好点，相关上市公司需求端有望长期旺盛；另一方面，总书记对旅游工作的重要指示将促旅游行业基本面优化，区域性政策也有望加速落地。推荐未来有区域性政策-大黄山战略赋能、契合寺庙游需求的**九华旅游**，有区域性政策-吉林省万亿级产业攻坚计划加持、契合冰雪游需求、有外部交通优化预期与内部运力改善预期的**长白山**，中长期推荐存量项目有望逐步发力渡过爬坡期、新项目持续拓展的**宋城演艺**，有沪苏湖铁路落地优化外部交通、南山小寨二期落地扩充酒店矩阵、漂流项目/动物王国一期项目落地打开成长曲线三重预期的**天目湖**，建议关注需求端强盛、东索道/T1轻轨有望明年落地优化外部交通的**黄山旅游**、出境游龙头**众信旅游**、高景气寺庙游标的**峨眉山A**；
- **OTA**：随着旅游在线化率提升、场景&流量来源&业务类别进一步拓宽，并开启市场空间和业态外拓；建议关注：携程集团、同程旅行等。重点推荐开启多业态发展的OTA龙头**同程旅行**。
- **教育**：教育板块自21年7月双减政策落地以来，遭遇估值和业绩的双杀，板块超跌。两年政策的执行与市场的动态发展，监管和产业的边界逐步清晰，即针对义务教育阶段学科培训转型为素质教育，高中阶段目前合法合规教培机构受到保护。此前教育板块的压制因素，即政策担忧目前正在逐步消解，优质教育企业将迎来价值重估的机会，建议关注教育板块的三条主线：1、合法合规的教培机构，建议关注**学大教育**、**昂立教育**；2、职业教育优质龙头：推荐企业管理培训龙头**行动教育**，建议关注布局中职学历职教及职业技能培训的**科德教育**，推荐招录培训龙头**华图山鼎**；3、AI教育产品及教育信息化：建议关注布局AI写作工具及数字化校本的**世纪天鸿**。
- **酒店**：酒店板块面临2023年酒店房价高基数的压制，同时当前商务需求的波动、供给修复对经营数据的影响仍存，尽管作为具备长期成长空间、竞争格局较为稳定的消费资产当前估值已达到5年来的底部位置，但板块拐点仍需景气度环境的加持；其中当前处在清晰的成长通道，重点布局高档及度假产品的细分赛道龙头**君亭酒店**值得重点关注；其他酒店龙头建议在底部位置积极重点发掘公司本身竞争力的长期变化，建议关注：**华住集团**、**亚朵**、**锦江酒店**、**首旅酒店**；
- **会展**：2023年以来会展行业显著恢复，其中海外自办展行业受益于“一带一路”战略、出入境环境改善、制造业出海，板块中长期成长空间较大、短期基本面改善方向明确，推荐当前通过专业化转型发力高成长的海外自办展龙头**米奥会展**，建议关注**兰生股份**。
- **餐饮**：餐饮行业规模逐步上行，连锁化率/外卖收入占比持续提升，行业集中化度提升、外卖+线下餐饮双渠道驱动正在逐步成为常态，但是，由于餐饮布局门槛相对较低、多数品牌选择用加盟模式快速扩店、餐饮热点频出，行业激烈竞争态势仍未改变，此情况下品牌力、服务、性价比、获客能力所构筑的护城河尤为关键，推荐门店矩阵优化、持续发力新业态探索的**海底捞**，“嗨啤合伙人”加盟模式打造新成长曲线、客群覆盖面逐步拓展的**海伦司**，通过高频产品推新、价格带下探、联动活动维持品牌力，加盟模式逐步发力的**奈雪的茶**，建议关注**呷哺呷哺**、**九毛九**。
- **人服**：目前人服板块核心制约主要为企业招聘需求，受23年经济修复弱、企业信心弱影响，全年招聘需求同比21年承压。24年5月以来，招聘绝对数据呈现拐头向上趋势，和去年形成较为鲜明的对比，我们认为已经呈现相对积极的信号，当前人服板块的估值处于底部，推荐**北京人力**、**科锐国际**。
- **免税**：口岸免税或成为免税龙头全年业绩增量来源。公共卫生事件3年期间，离岛免税成为免税龙头最大成长动力，随着出境放开以及经济修复相对疲软，海南离岛免税客单价自23年春节后开始承压，离岛免税板块相对平淡。随着出入境修复，我们认为口岸免税有望构建免税龙头业绩增量，推荐**中国中免**、**王府井**。

## ▶ 风险提示：

- 1) 宏观经济增速不及预期风险；2) 出入境恢复不及预期风险；3) 龙头扩张/项目推进不及预期；4) 政策环境改变风险；5) 行业竞争加剧风险。



1

板块复盘：放开后的第一年，从预期到现实

2

社服行业各子板块观点：酒旅/会展/人服/免税/景区/餐饮

3

盈利预测

4

风险提示

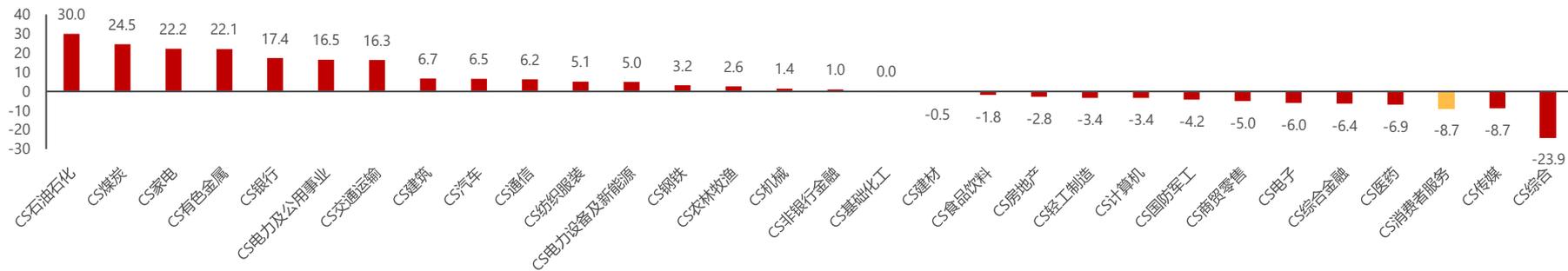
CONTENTS

目录

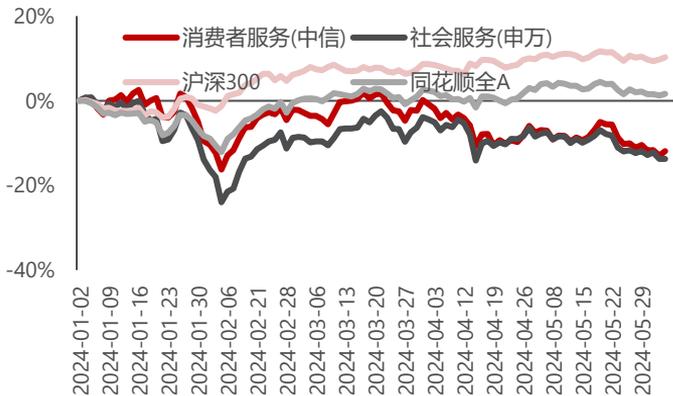


## 01. 板块复盘：景区板块表现强势

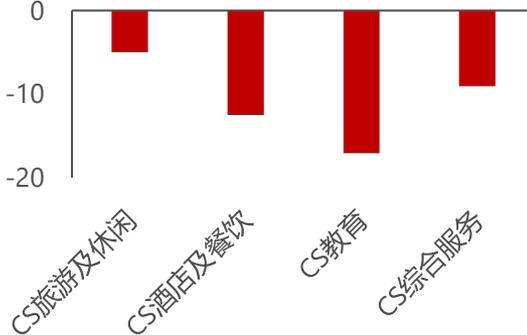
图表：社服行业（总市值加权平均）年初至今跌8.7%（%）



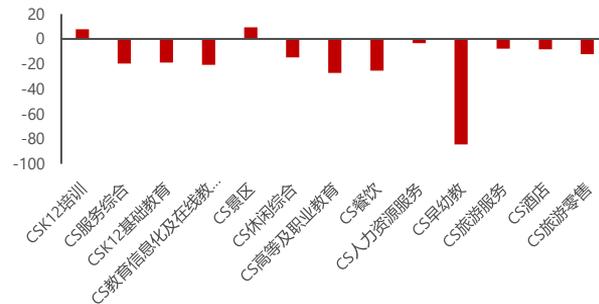
图表：消费者服务行业指数（流通市值加权平均）（%）



图表：消费者服务二级行业涨跌幅（%）



图表：消费者服务三级行业涨跌幅（%）

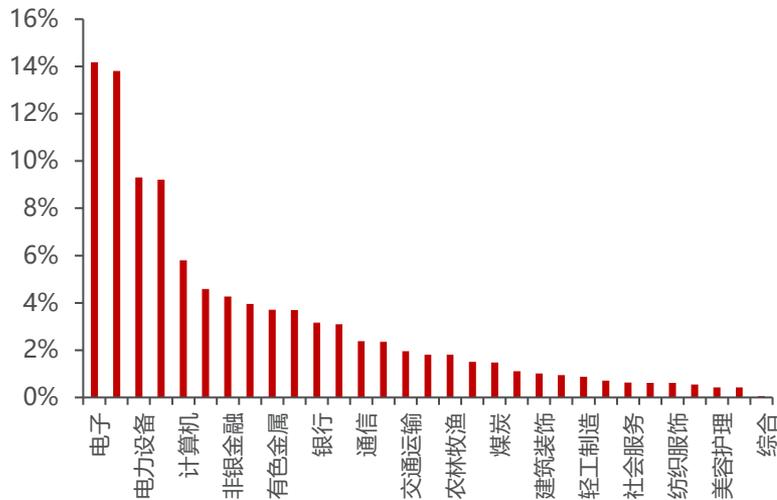


资料来源：Wind、民生证券研究院，数据截至24年6月4日

# 基金持仓复盘：消费者服务基金持股排名靠后，同庆楼/同程旅行进入23Q3重仓持股前十

- 截至2023年12月22日消费者服务行业基金持股市值占比：消费者服务行业基金持股市值占基金股票投资市值比例为0.63%，位列第25位；
- 消费者服务行业前十大重仓股情况：基金重仓持股前五大标的为美团-W/华测检测/宋城演艺/同城旅行/学大教育，2024年Q1重仓持股总市值分别为142.9/21.4/17.1/12.0/10.4亿元，年初至6月4日涨跌幅为38.58%/-19.60%/2.03%/24.24%/25.41%。

图表：截至2024年6月4日中信一级行业基金持仓市值占比（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：2024Q1消费者服务行业基金前十大重仓股情况

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	年涨跌幅
美团-W	222	16,286.45	1,705.66	2.61	1,429,187.52	5.63	38.58%
华测检测	20	16,738.88	-3,304.77	11.69	213,922.83	4.46	-19.60%
宋城演艺	36	16,687.20	-1,336.70	7.35	171,210.69	6.60	2.03%
同程旅行	19	6,435.99	5,284.03	2.84	120,482.85	3.84	24.24%
学大教育	63	1,714.02	542.03	14.55	104,246.93	3.14	25.41%
锦江酒店	42	3,322.18	-860.29	3.10	90,595.81	3.70	-5.92%
同庆楼	16	2,537.53	518.73	9.76	73,715.21	3.48	-17.38%
首旅酒店	32	4,710.23	-3,562.01	4.22	67,167.90	1.92	-7.43%
海底捞	19	3,060.30	1,061.90	0.55	48,994.74	2.41	25.58%
东方甄选	4	1,940.90	-503.19	1.88	36,599.98	7.90	-43.09%

资料来源：WIND，民生证券研究院（注：市值/涨跌幅截至24年6月4日）



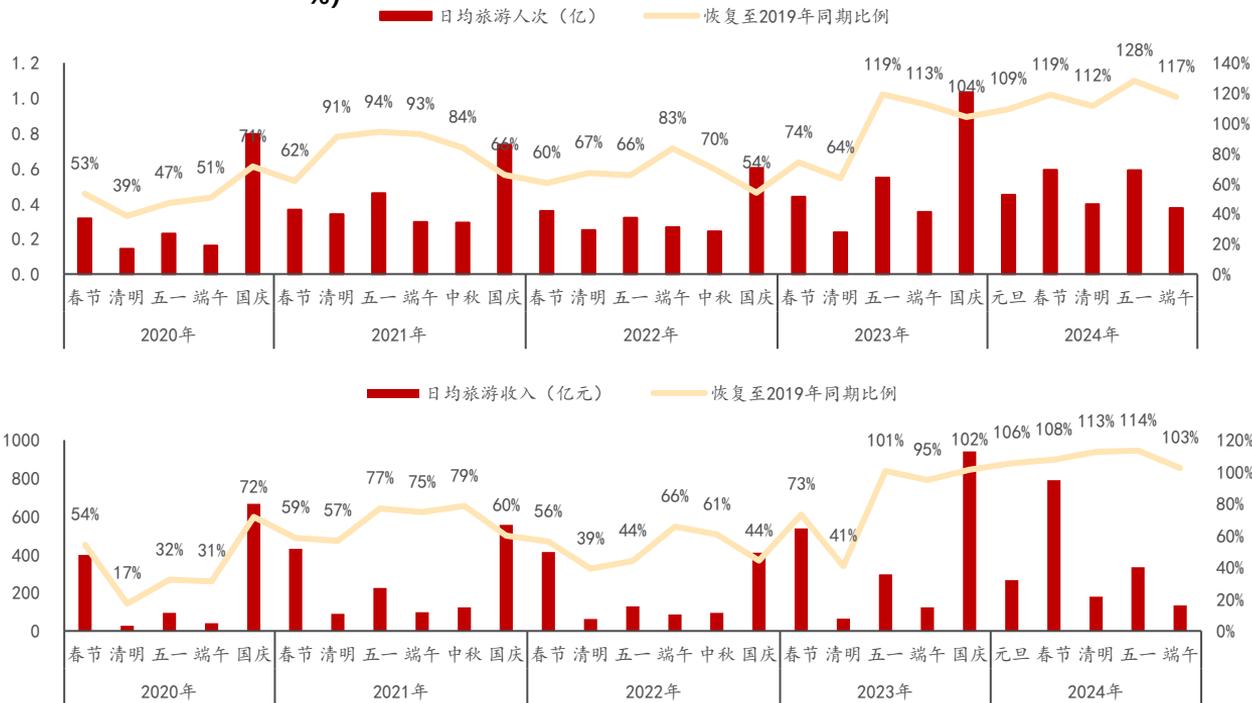
## 02. 社服行业各子板块观点：旅游 /OTA/教育/酒店/会展/人服/免税/ 景区/餐饮



## 2.1. 旅游：线上渠道打通/旅游强国 战略优化行业基本面，关注高 成长性个股

- 23年国内旅游市场开始复苏，呈现出补偿性需求释放的特征：**23年五一作为放开后第一个小长假，客流恢复度为年内最高，而后客流恢复有所下滑。
- 24年后国内旅游市场进入平稳增长阶段：**元旦/春节/清明/五一/端午假期旅游整体收入较19年恢复水平持续上升，客流亦均超过23年同期，并未表现为补偿性需求释放后，需求疲软、客流明显下滑的迹象。

图表：公共卫生事件后各假期旅游数据较19年恢复情况(亿, %)



资料来源：文旅部，民生证券研究院。

- 整体来看，旅游市场恢复量优于价：单人次旅游消费水平总体尚未恢复至19年同期。拆分来看，24年上半年机票酒店整体与19年接近，旅游消费CPI同比过去数年亦总体维持增长——旅游人均消费下滑背后反映了当前经济环境下，尽管消费者旅游消费倾向较高，消费频次增长，但对于预算较为谨慎。

图表：旅游消费CPI同比直至24年2月开始大幅下滑（%）



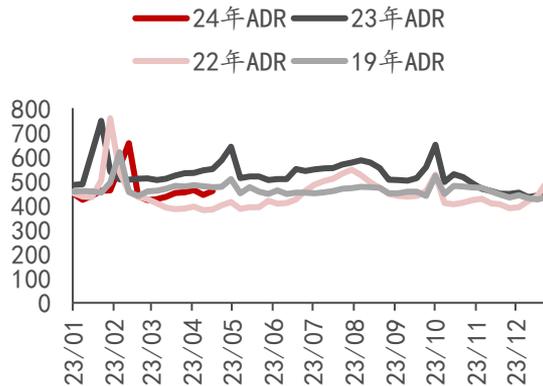
资料来源：Wind，民生证券研究院。

图表：假期旅游消费情况（元,%）



资料来源：文旅部，民生证券研究院。

图表：酒店价格表现（元/间夜）



资料来源：STR，民生证券研究院。（注：数据截至日期为24年6月1日）

图表：机票价格表现（元）



资料来源：航旅新零售，民生证券研究院

## 2.1 旅游趋势：向二三线城市与性价比转移，社媒成为重要一环

- 从旅游目的地来看：下沉城市旅游客流增速明显高于大都市，背后既是消费者追求性价比的体现；也反映了由“从众打卡”到“发掘独特”这一旅游心态的变化。
- 社媒成为旅游消费中的重要一环：伴随着社交媒体普及下的渠道和话语下沉，每个人都成为了旅游目的地的发现者和故事的讲述者，社媒在消费者发现目的地、决策/攻略、记录分享等环节都深度参与；社媒的分享与转发既是旅游消费重要的心理动因，亦为小众目的地的出圈爆火创造了条件。

图表：下沉市场旅游客流增速高于高线



资料来源：携程，民生证券研究院。

图表：下沉市场五线城市也热门

旅游市场下沉，五线城市也热门				资料来源：澎湃
2024年五一假期全国酒店预订量增幅Top10	省份	较2023年同期增幅	城市类别	
Top1	河池	广西 393%	五线城市	
Top2	运城	山西 224%	四线城市	
Top3	巴彦淖尔	内蒙古 195%	五线城市	
Top4	天水	甘肃 184%	五线城市	
Top5	南阳	河南 166%	三线城市	
Top6	沧州	河北 160%	三线城市	
Top7	宿迁	江苏 147%	三线城市	
Top8	合肥	安徽 146%	新一线城市	
Top9	许昌	河南 137%	四线城市	
Top10	来宾	广西 135%	五线城市	

注：城市分级基于新一线城市研究所的2023年“中国城市分级名单”  
数据来源：去哪儿

资料来源：澎湃，民生证券研究院。

图表：社媒陪伴用户走完旅行全程



资料来源：小红书，民生证券研究院

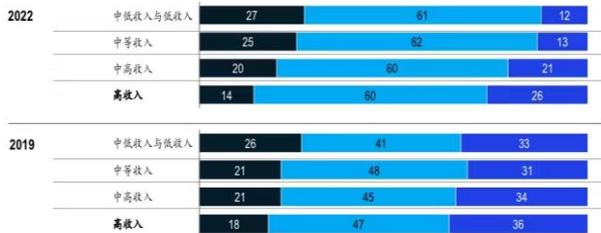
图表：大多数消费者不会增加其消费开

中国各收入群体实际支出变化<sup>1, 2</sup>

受访者百分比。

数量=6715人 (2022年) /5400人 (2019年)

■ 减少5%或以上 ■ 不变 (-5%~5%) ■ 增加5%或以上



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院。

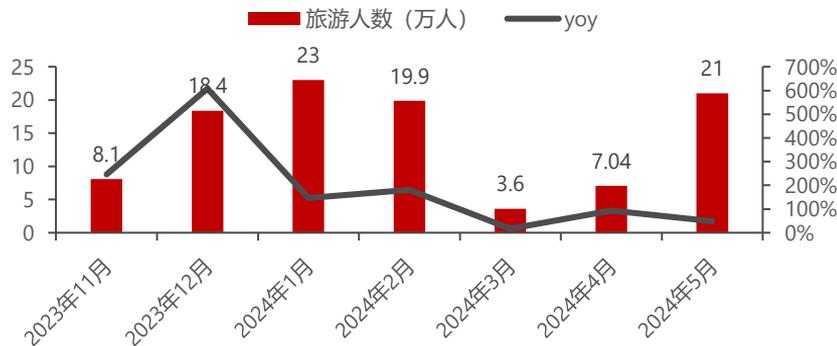
- 旅游行业发展演化-线上渠道打通与年轻化趋势：**早年社交媒体平台以网络社区/论坛和直播平台为主，此类平台内容展现模式与旅游宣传契合度较低，线上引流的商业模式相对不成熟，导致旅游行业线上宣传力度较小，多通过自身知名度和电视/地铁广告引流；随网络社交媒体平台演变，抖音、快手、小红书等短视频平台/泛交互平台出世并走向成熟，旅游行业开始逐步打通线上渠道，通过线上渠道创“旅游热点”并为旅游目的地引流。23年以来，围炉煮茶、淄博烧烤、夜间爬山、盛唐密盒、云南旅游、寺庙旅游、冰雪旅游等旅游热点的相继出世，年末哈尔滨冰雪大世界带动的旅游热潮使各地文旅局对线上渠道宣传的力度加大，旅游行业进入线上流量赋能时代，又因互联网平台以年轻群体为主导，对线上流量的获取带来“年轻化”趋势，旅游景点布局也开始更多考量年轻消费群体需求。

图表：社交媒体平台类别划分



资料来源：民生证券研究院绘制

图表：线上渠道对旅游行业的作用明显-冰雪游高热度致使长白山冰雪季（每年11月至来年2月）游客量大幅提升

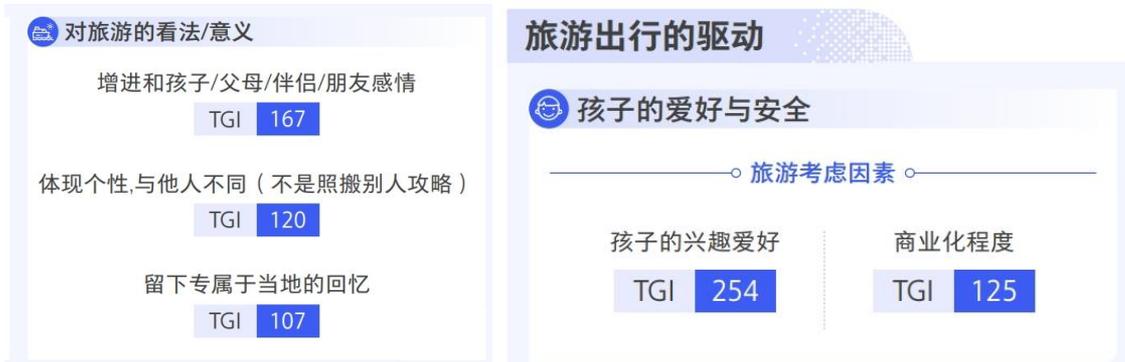


资料来源：长白山管委会，民生证券研究院

## 2.1 中青年家庭出游构成旅游市场重要组成部分

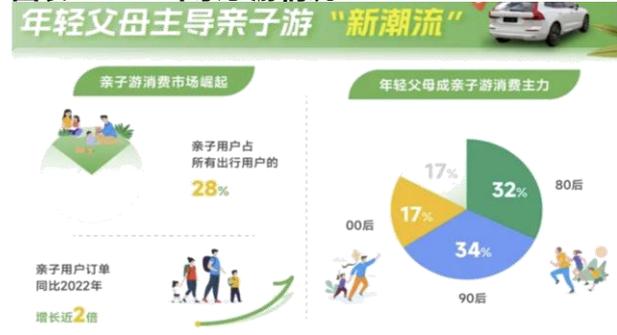
- **亲子游作为提升家庭生活品质与进行家庭教育的重要方式，成为了2023年旅游消费的主要方式之一。**2023年亲子用户占携程平台所有出行用户的28%，2023年亲子用户整体出行的订单同比2022年增长186%。
- **经济增速放缓下回归闲暇与亲情。**亲子游家庭父母是当前劳动力市场的中坚力量，当前经济环境下单位时间工作报酬下降亦激发其闲暇时间的替代，父母更加注重与孩子相处的时间、增进与孩子的感情。

图表：增进与孩子的感情/孩子的偏好构成有孩家庭出游的核心驱动

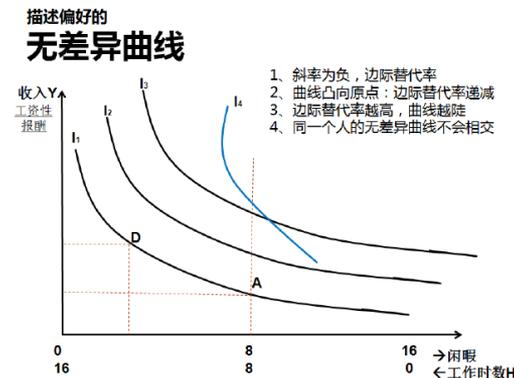


资料来源：中国旅行消费趋势白皮书 - 同程研究院，民生证券研究院。

图表：2023年亲子游情况



图表：单位劳动时间工作报酬下降激发闲暇替代



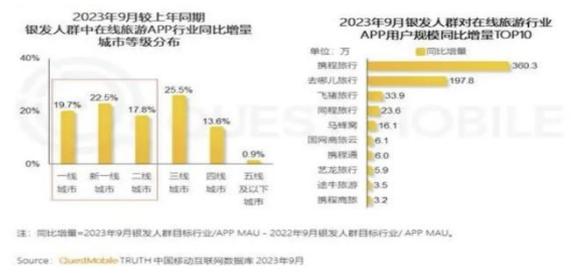
资料来源：劳动经济学教材，民生证券研究院。

# 2.1

## 银发出游人数有望持续增长，未来旅游市场的重要增量

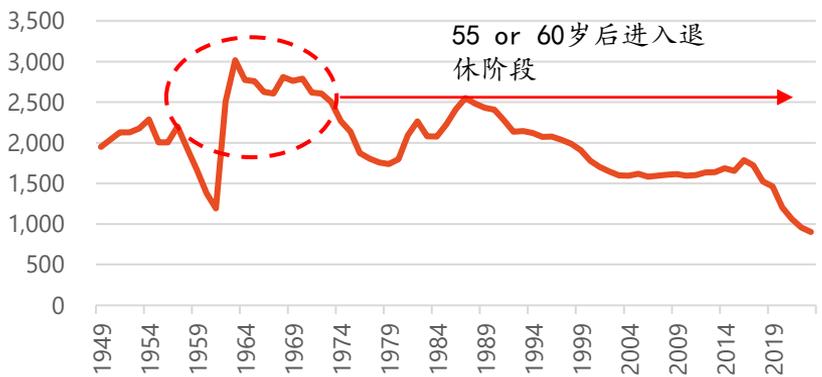
- 我国即将进入退休潮/深度老龄化社会，未来10余年，每年将有2500-3000万人退休，退休老人的旅游休闲消费空间巨大。60年为我国人口出生高峰，这批人口如按照55/60岁的法定退休年龄推算，2020年后将进入退休高峰。而对于60后而言，我国经济快速成长期/地产高速发展期的阶段与其青壮年阶段吻合，经历着个人薪资增长/资产升值过程，亦能够保障该批人群未来的消费能力。
- 老年群体的特点亦在呼唤新的旅游服务形态。老年群体总体健康水平/行动能力较年轻人低，对康养、疗休养、定制化服务等旅游相关服务需求较高，将驱动未来旅游服务及产品的变迁。

图表：银发人群亦为在线旅游贡献增量 (%)



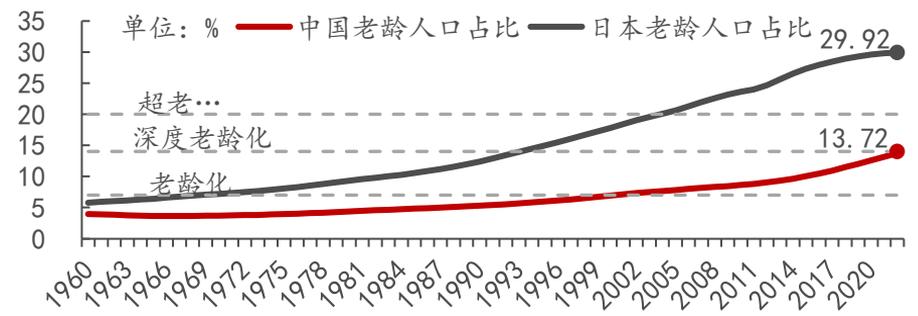
资料来源：Questmobile, 民生证券研究院。

图表：我国即将进入退休潮 (万人)



资料来源：Wind, 民生证券研究院。

图表：国内老龄化情况 (%)

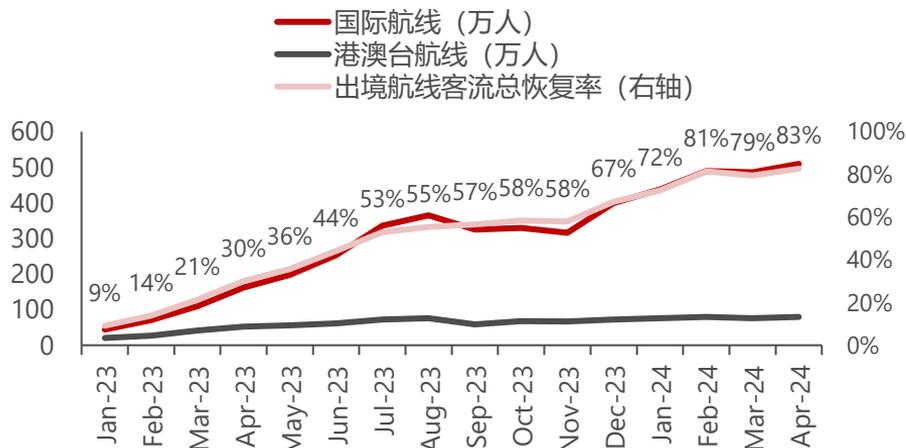


资料来源：Wind, 民生证券研究院。

## 2.1 出境游：24年以来加速恢复

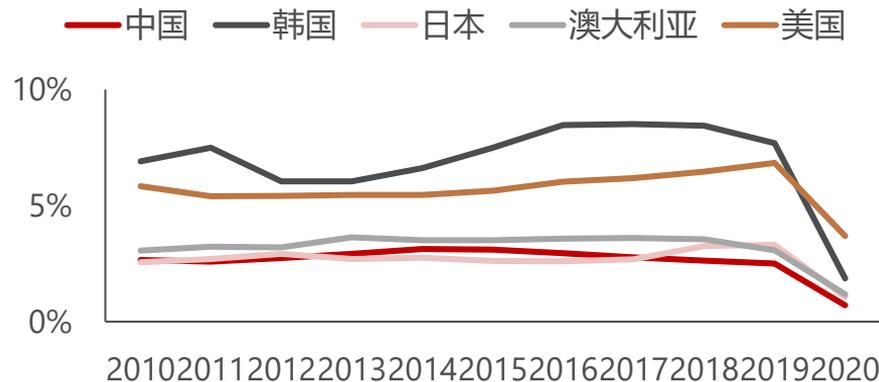
- 2023 年以来我国国际航班逐渐恢复：**2024 年 4 月国际+港澳台航线旅客运输量合计 恢复至 2019 年同期的83%，达到公共卫生事件以来的新高水平；随着国际公商务人员往来和旅游、留学等市场的逐步恢复，航空公司的航班运力调整逐步到位，国际航班量有望进一步增加。同时，签证政策逐渐放开，免签名单增加，新兴目的地热度增加，预计出境游将得到进一步修复。
- 与世界平均水平及部分国家相比，我国出境游渗透率仍有较大提升空间。**2019 年各国出境游渗透率达到高峰，我国出境游渗透率为 11%，低于世界平均水平 19%，较美国、韩国、澳大利亚等成熟市场有较大差距，仍有很大提升空间。

图表：我国出境航班客流快速恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院。

图表：我国出境游渗透率显著低于发达国家



资料来源：世界银行，民生证券研究院。



## 旅游强国-方向性指示下系列区域性政策有望加速落地：24

年5月17日，总书记对旅游工作作出重要指示：着力完善现代旅游业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。我们认为，总书记重要指示对旅游行业供给端发展有方向指引和强促进效果，各省份旅游业发展环境均将有所优化，于现有旅游目的地完善架构、潜在旅游目的地开发均有正向效果；叠加旅游行业需求端热度稳步上行预期，供需两端匹配将使旅游行业景气度持续上行，当前已有区域性旅游政策赋能的旅游上市公司在行业基本面优化情况下客流量有望拔高。

- 从旅游行业上市公司区域性政策总结来看，除黄山/九华山所在区域正在逐步落地的《大黄山战略》和长白山所在吉林省的《吉林省万亿级产业攻坚计划》外，各地文旅部门过往均有区域性政策落地/规划未来发展路径，方向性指示下获客能力有望提升。

## 图表：旅游行业上市公司近十年关联重点景区的区域性政策

旅游行业上市公司近十年关联重点景区的区域性政策			
上市公司名称	对应景区名称	对应城市名称	各地区域性政策
长白山	长白山	延边朝鲜族自治州	《长白山保护开发区“十四五”文化和旅游发展规划（2021-2025年）》
			《长白山保护开发区冰雪旅游产业发展规划2017-2025》
			《长白山保护开发区国民经济和社会发展规划“十四五”规划和2035年远景目标纲要》
九华旅游	九华山	池州市	《九华山风景区“十四五”发展（旅游）规划》
峨眉山A	峨眉山	成都市	《峨眉山风景名胜区2020年全域旅游发展行动计划和文旅产业质量提升行动方案》
黄山旅游	黄山	黄山市	《黄山市人民政府办公室关于印发黄山风景区“十四五”发展规划》 《黄山市文化和旅游行业法治宣传教育的第八个五年规划（2021-2025年）》 《黄山市“15分钟休闲圈建设”实施方案》 《黄山市民旅发展专项资金使用管理暂行办法》
天目湖	天目湖	溧阳市	《溧阳市天目湖镇总体规划（2018-2035）单一来源采购》 《万化之城再出发 万众一心创未来——职工文艺轻骑兵送文化进基层走进天目湖镇桂林村新业态联合工会》
中青旅	乌镇	嘉兴市	《嘉兴文旅深度融入长三角高质量一体化》 《嘉兴市文化和旅游促进人民群众精神富有试点实施方案》
	古水北镇	北京市	《国内旅游提升计划（2023—2025年）》
*ST西域	天山天池等	新疆阜康市	《新疆天池管理委员会2024年工作要点》 《阜康市国民经济和社会发展规划第十一个五年规划》
西藏旅游	雅鲁藏布大峡谷等	西藏林芝地区	《林芝经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》
	冈仁波齐等	西藏阿里地区	《风景这边独好——阿里地区2023年旅游产业发展综述》
宋城演艺(丽江/西安/桂林天气/张家界在其他上市公司景区包含,不重复累计)	杭州宋城	杭州市	《浙江省旅游产业发展“十三五”规划》
	三亚千古情	三亚市	《三亚“旅游十条”政策加快兑现》
	广东千古情	佛山市	《佛山市旅游发展总体规划》
	上海千古情	上海市	《长三角生态绿色一体化发展示范区文化和旅游发展专项规划（2021-2035年）》
	张家界千古情	张家界市	《湖南省推进文化创意旅游产业倍增计划实施方案》
丽江股份	玉龙雪山	丽江市	《九寨沟县“十四五”文化和旅游发展规划》 《“十四五”文化和旅游发展规划》 《丽江市文化和旅游局推进作风革命效能革命“争一流、促跨越”行动动员会》 《广西壮族自治区人民政府办公厅印发关于加快文化旅游业全面恢复振兴若干政策措施》 《国务院关于印发“十四五”旅游业发展规划》
桂林旅游	两江四湖景区等	桂林市	《桂林市文化和旅游发展总体规划》
西安旅游/曲江文旅	大唐芙蓉园等	西安市	《聚力产业力量 促旅游发展》 《全域旅游发展的“陕西实践”》
云南旅游	黄龙、九寨沟、世界恐龙谷	黄石市	《黄石市文化和旅游发展“十四五”规划 中期评估报告》
三峡旅游	三峡游轮	楚雄州禄丰市	《禄丰市“十四五”文化旅游业发展规划》
		重庆市	《巴蜀文化旅游走廊建设 2024年工作要点》《川渝联合常态化开展文旅活动清单》
三特索道	华山	宜昌市	《宜昌市文化和旅游发展“十四五”规划》
		济南市	《关于促进全域旅游发展的实施意见》
大逸圣亚	梵净山	铜仁市	《沿河：提升全域旅游水平 助推旅游产业化高质量发展》
		大连市	《“十四五”旅游业发展规划》
张家界	天门山国家公园等	哈尔滨市	《黑龙江省“十四五”文物事业发展规划》
		张家界市	《打造万亿产业，推进文化创意旅游产业倍增若干措施》 《国内旅游提升计划（2023-2025）》

资料来源：各地政府官网，民生证券研究院。

# 泡沫经济破灭后十年日本旅游及休闲行业发展趋势：旅游人次

泡沫经济破灭后整体维稳，1999年起增速连续三年转负；旅游支出与GDP走势相比滞后性明显

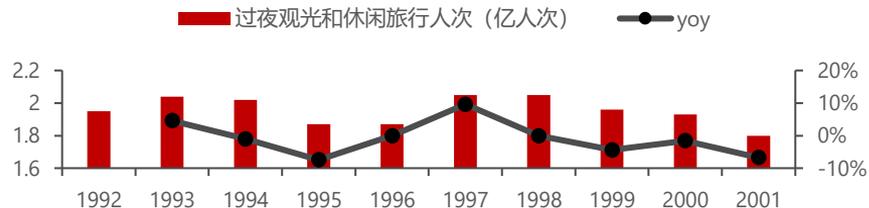
1) 1991-1993年：泡沫经济破灭前期，GDP增速回落期间旅游消费增速韧性展现：泡沫经济破灭后居民消费重心转移，消费者对休闲娱乐的偏好提升使旅游行业受益。

2) 1994-1997年GDP呈正增长但旅游消费支出维持在 $\pm 3\%$ 范围内波动：局限在观景/主题乐园和自行车旅行的旅游行业竞争力下滑，在消费者休闲娱乐选项中优先级相对靠后。

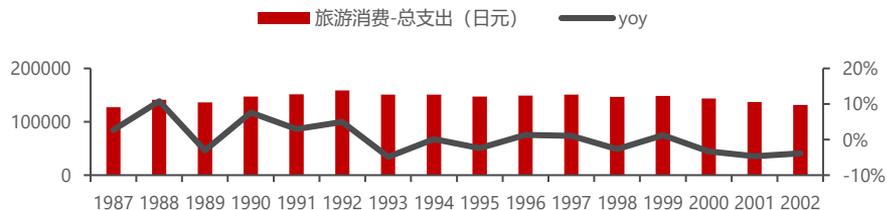
3) 1998-2002年GDP增速下滑转负期间旅游消费增速同样下滑转负但时间上存在一定滞后性：旅游支出在居民整体消费支出中占比较低，在经济呈明显下行阶段并非消费者优先减少支出的选项。

资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

图：日本1992-2001年过夜观光和休闲旅行人次



图：日本1991年前后旅游消费总支出情况



图：1987-2002年日本人均GDP (左轴) 及增速 (右轴)

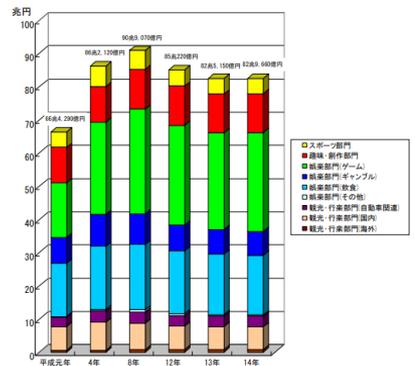


# 泡沫经济破灭后十年日本旅游及休闲行业发展趋势：消费重心向休闲支出偏移，精神共鸣为核心诉求

**消费偏向：居民休闲消费支出增加、生活重心向闲暇生活方向转换，游戏行业/餐饮行业为主要增长点。**从泡沫经济破灭前后休闲消费偏向来看，1985-1993年居民消费重心快速向闲暇生活转换，其中1991-1993年重心偏移最为明显，闲暇生活支出占总支出比例在1991-1993年年均增长2.75pcts；受益于GDP增长和消费重心向闲暇生活转换，1993年休闲支出总金额较1989年明显增长，主要增量贡献点是游戏行业（绿柱）、餐饮行业（天蓝柱）和音乐行业（深蓝柱），其中游戏行业主要受益于任天堂SNES和索尼PS1两类主机推出带来的行业变革、餐饮行业受益于大众餐饮成为主流及咖啡市场的快速扩张、音乐行业J-POP在90年代到达巅峰；旅游行业消费也有所增长但增长幅度相对较小。1993-1997年，居民闲暇生活在居民消费选择中占比略有下滑，叠加人均GDP相对处于低位，休闲支出整体仍处增长态势但增速放缓；1997年后，居民生活重心未有明显变化，GDP增速多年份为负，整体休闲支出下滑。

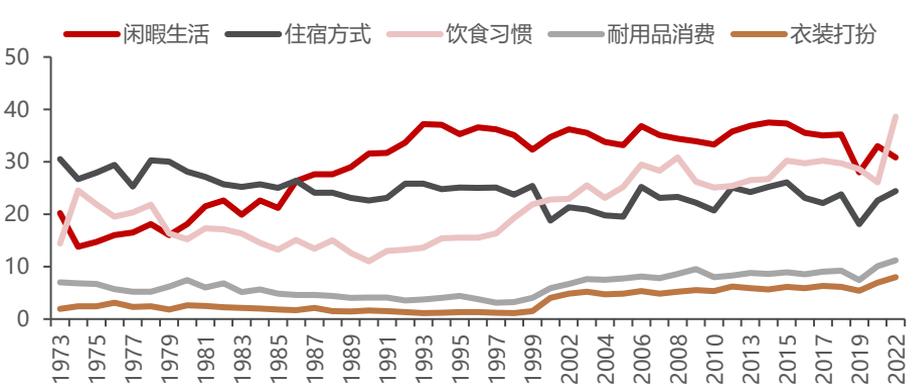
**我们认为：1) 泡沫经济破灭后，居民消费重心加速向休闲娱乐偏移，使旅游行业短期展现强韧性，是此阶段居民对旅游消费等休闲消费的强需求所致；2) 对休闲消费的偏好本质上是对精神共鸣的追求，咖啡文化/主机游戏/J-POP都是对精神需求的填补，因此对应行业在消费重心转移后呈现高增速；3) 旅游消费变化趋势会受到人均GDP变化趋势影响。**

图：日本1989年至1996年休闲支出一直处于增长态势



资料来源：日本生产力中心，e-Stat日本政府统计门户网站，民生证券研究院

图：日本居民消费生活重心的变化 (%)

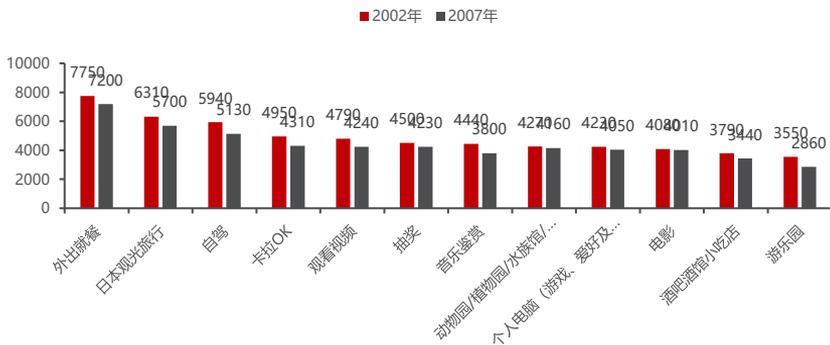


## 2.1 日本旅游业案例思考：居民休闲消费支出增加、生活重心向闲暇生活方向转换，游戏行业/餐饮行业为主要增长点

1) 聚焦1991年泡沫经济破灭后休闲娱乐行业中长期发展情况，无法满足精神共鸣诉求的娱乐项目参与人数显著下滑，仅与研学游存在关联的动物园/植物园/水族馆/博物馆项目可相对维稳；契合精神共鸣诉求、以IP行业为主导的迪士尼，在游乐园参与人数显著降低的情况下，旅游人数仍可维稳。

2) 借鉴与启示：拥抱精神共鸣与年轻化的国内旅游业发展前景广阔，具备强韧性。年轻群体寻求精神共鸣、旅游热点拥抱精神共鸣，供需两端匹配将促旅游行业热度长期上行，也将为旅游行业带来强韧性。

图表：日本各项休闲活动人数对比（万人）



资料来源：日本生产力中心，民生证券研究院

图表：1990-2010年日本迪士尼旅游人数（万人）

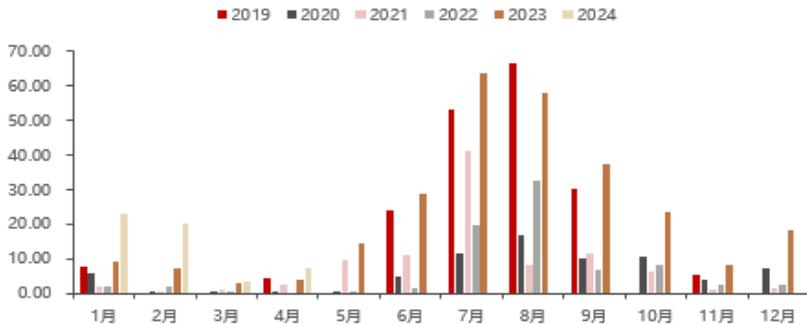


资料来源：日本迪士尼官网，民生证券研究院

# 2.1 长白山：供不应求情况下，内部运力接待上限提升将促暑期客流增长

- 长白山-景区运力上限远低于客流量接待上限，车辆增加优化暑期运力。根据我们测算，截至23年末长白山北/西景区大巴车辆数约181辆（若加上南景区运力约有220辆），按照所需运力进行分布，不考虑租赁车辆时北景区/西景区客流接待上限分别为1.41万人/0.60万人，而北/西景区暑期客流接待上限为2.5人/1.3万人，现有运力远低于景区单日客流可接待上限，往年公司通过租车方式缓解暑期客流压力，但1) 租车单日成本过高且往年可租车辆最多60辆左右；2) 暑期游客高峰时间较长情况下购车毛利率大于租车；因此公司需购车满足客流需求并优化毛利率水平；24年大巴车预计新增36辆，暑期运力水平有望拔高，供不应求情况下促利润提振。

图表：长白山2019-2023年单月客流表现-每年暑期为客流旺季，占全年游客比例达60% (%)



资料来源：吉林省长白山保护开发区管理委员会，民生证券研究院

图表：长白山-根据公司测算，24年新购置车辆能解决内部运力压力，但仍无法完全满足需求

4、2024年（预计）购置数量的测算依据

2024年车辆购置测算过程如下：

单位：辆							
年度	车型	景区	租用量	购置量	测算需求	测算是否谨慎	已有车辆能否满足运营所需
2024 (预计)	23座中型客车（宇通）	北景区		6	6	是	否
		西景区	预计高峰期仍需租车满足运营需求	24	57	是	否
	50座大型客车（宇通）	北景区		28	28	是	否
	12座中型客车（大通）	北景区		40	40	是	否
	7座越野车（大通）	北景区		20	20	是	否

资料来源：吉林省长白山保护开发区管理委员会，民生证券研究院

图表：长白山-定增预案未落地时公司通过自有资金进行车辆采购，24年同样有投资计划采购大巴车36辆

2024年采购计划投资约8,054.11万元。

(1) 运营车辆采购：7,621.40万元

序号	固定资产名称	2024年度预算金额（万元）		
		数量	单价	金额
1	运营车	103	19.38	2,053.90
2	大巴	35	37.00	1,295.00
3	大巴	36	70.00	2,520.00
4	14座客运车辆	10	22.41	224.10
5	ZK6827H (33+1)	3	49.00	147.00

(3) 2024年车辆尚在购置过程中，预计购置数量与(2)测算逻辑一致。

(4) 虽然公司已用自有资金进行2022年、2023年的车辆采购，但是已有车辆不能满足运营所需，2024-2026年还需投入11,089.41万元（具体计算过程见问题2回复之“二”之“（七）”之“1、旅游交通设备提升项目”）。

(5) 目前景区运力能保障的单日最大承载人数为2.80万人次，理论最大承载人数为4.38万人次（具体计算过程见本题回复之“六”之“（五）”之“1、长白山景区最大承载量”），公司需要充足的运力保障景区实际承载量的提升。



长白山旅游股份有限公司

2023年年度报告全文附件

6	ZK6120H133+1 六零多座纯电动 30+1 纯电动	2	73.80	147.60
7	ZK6120H (49+1) 蓝	15	70.00	1,050.00
8	15座中巴车辆	4	22.41	89.60
9	景区轿车	11	7.80	85.80
合计		221		7,621.40

资料来源：吉林省长白山保护开发区管理委员会，民生证券研究院

## 2.1 九华旅游：停车场扩建/池黄高铁落地优化内外部交通，关注三季度客流表现

**九华旅游-契合寺庙出行概念，业绩韧性强/弹性高，停车场赋能下全年客流有望拔高。**九华旅游为佛教四大圣山之一，春节存在一定刚需，因此在过往公共卫生事件扰动下展现强韧性；公司停车场扩建项目已于24年春节正式落地，因寺庙属性，景区需求端极为火热，24年停车场扩建后春节景区客流承载能力大幅提升，我们预计其全年客流有望超预期增长。此外，以观光车、索道缆车、酒店等业务为业绩主贡献点此类业务固定成本较高、变动成本较低，经营杠杆高，因此客流量变化时业绩弹性较大。**景区客流量提升将优化毛利率/净利率水平，促景区利润快速增长。**

**池黄高铁落地优化外部交通，狮子山景区或将成为未来业绩增量。**九华山外部池黄高铁项目已于五一前落地，此项目新开通九华山站，意味着通过高铁出行方式去往九华山的游客可从原先的“池州站下车-乘坐车辆前往九华山”路线变为“九华山站下车-乘坐车辆前往九华山”，去往九华山的通行时间降低，游客外部交通便捷度提升；此外，池黄高铁1) 经过九华山周边狮子山景区，此景区正处开发阶段，未来落地也将为公司带来新的业绩增量。2) 使九华山-黄山通行距离缩短，两地互相导流能力后续有望增强。

图表：九华山站站房效果图



资料来源：中国新闻网，民生证券研究院

图表：九华山站候车大厅



资料来源：中国新闻网，民生证券研究院

## 宋城演艺：暑期2号剧院或将开业，叠加狂欢节/音乐节促获客量攀升；现有千古情景区多数处爬坡阶段，营收/毛利率增长潜力大

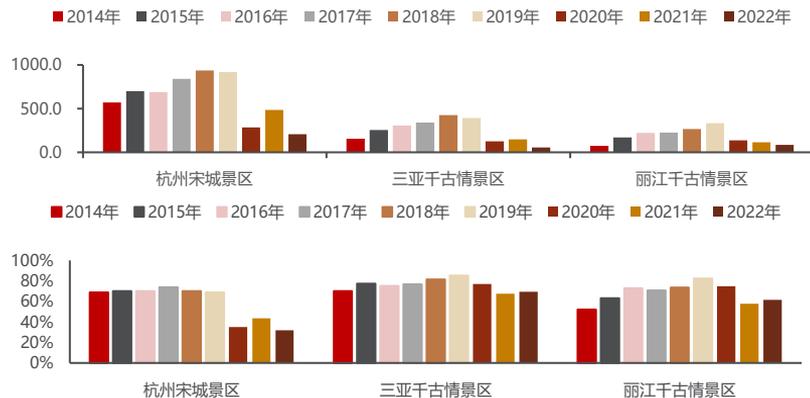
暑期2号剧院或将开业扩展接待上限，狂欢节/音乐节实现热点引流。供给端来看，由于宋城演艺门票必定包含千古情演出，因此每日演出场次数量直接决定景区单日可接待客流量上限，单个剧院单日演出场次的上限在8-10场左右。从过往暑期表现来看（暑期为宋城演艺客流旺季），部分热门景区如杭州/丽江/西安/桂林等暑期常出现供不应求情况；2018-2020年，公司完成宋城景区和其他一些景区的2号剧院建设，意味着景区单日可演出场次将翻倍增长。截至目前，除杭州宋城外，其他景区2号剧院尚未开业，其中西安千古情2号剧院预计暑期开业，供给端客流承载能力将大幅提升。从需求端来看，公司23年开始通过暑期狂欢节/音乐节实现热点引流，23年暑期引流作用极佳，促23Q3收入/利润均超越19年同期水平；24Q3，2号剧院扩展预期下，双节引流效果有望进一步放大，客流量有望高增。此外，三峡千古情（轻资产项目）预计于暑期开业，为公司业绩增长新添发力点。

盈利结构逐步迈向多元化，多项目或仍处爬坡和存量竞争阶段，后续上行潜力充足。宋城演艺19年收入/毛利主支撑点为杭州宋城/三亚千古情/丽江千古情三大项目，其他项目收入/毛利贡献相对较低；23Q3较19Q3新开西安、黄帝、上海千古情三个项目，收入/毛利结构从原先的三项目支撑架构向多元化方向转变，但多元化项目矩阵中，西安、上海、张家界、桂林四地千古情景气度较高，但开业时间较晚，项目或还未渡过爬坡阶段；参考杭州/三亚/丽江项目过往发展情况，西安/上海/张家界/桂林等项目有望在本地逐步实现渠道深耕、在覆盖范围内逐步提升品牌知名度，促收入及毛利逐步优化。

图表：宋城演艺项目开业节奏-20年以来有三大新项目开



图表：宋城演艺20年以前三大旗舰项目营收（上图，百万元）及毛利率（下图，%）变化趋势



资料来源：宋城演艺官网、宋城演艺公司公告，民生证券研究院

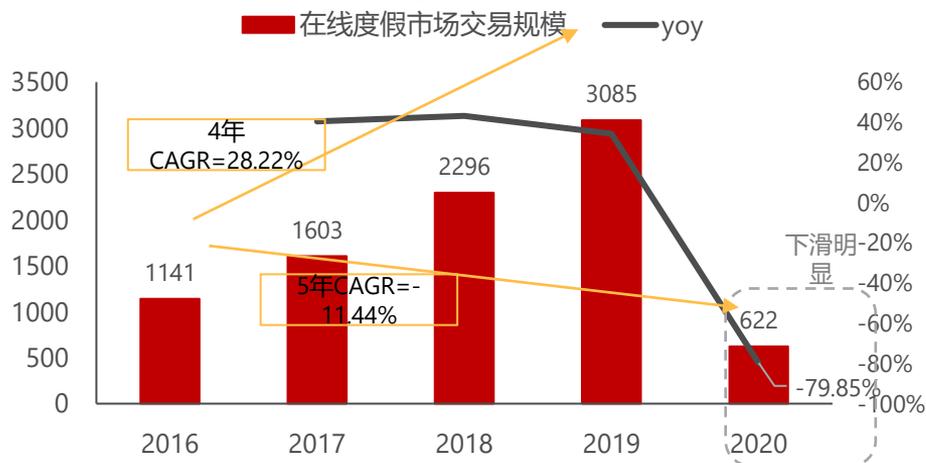
## 2.2. OTA：格局清晰的旅游基础设施，龙头业务边界外拓





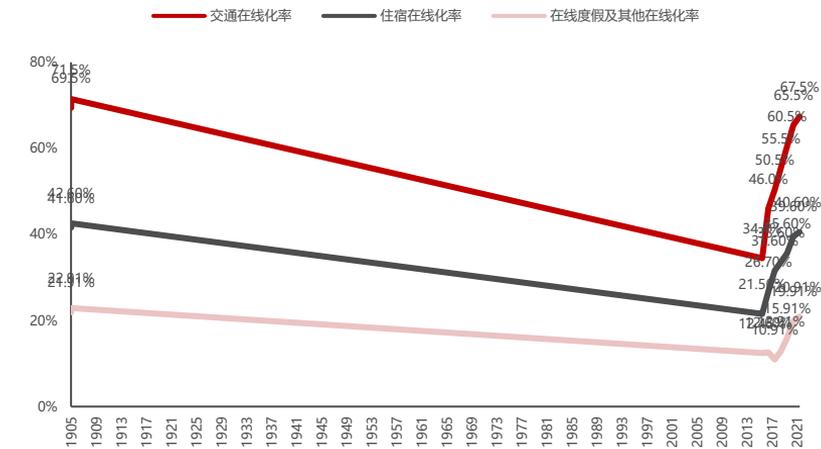
- **在线度假市场公共卫生事件前维持高速增长：**公共卫生事件期间在线度假市场受冲击最显著。2016-2019年CAGR为28.22%，但2016-2020年CAGR为-11.44%，较在线旅游其他板块下滑明显，足以说明公共卫生事件对于在线度假行业的影响之大。
- **对比与机票、酒店，休闲度假在线化提升空间巨大：**截至2023年休闲旅游在线化率仅为23%，显著落后于交通、住宿领域，随着24年旅游延续高景气态势，未来休闲度假连锁化率为OTA带来新的成长增量空间。

图表：在线度假市场交易规模公共卫生事件期间受损严重（亿元）



资料来源：Dataeasy，民生证券研究院

图表：对比酒店、机票，休闲度假在线化率提升空间较大（%）



资料来源：Dataeasy，民生证券研究院

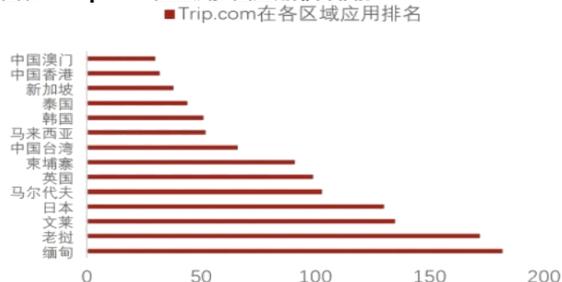
## 2.2 携程为代表的OTA龙头发力出海

- 当前以携程为代表的OTA龙头正在依托国内客群及产业链优势发力出海：**
  - 1) 携程：** Trip.com为携程海外版，重点面向亚太市场，Skyscanner天巡网是携程收购的全球最大的机票比价网站，以欧美市场为主；此外，携程也对印度最大的在线旅游公司MakeMyTrip进行了股权投资，作为其最大股东持有其约47.5%的股权。携程集团出海业务发展迅猛，2023年，携程大中华区以外地区收入59亿美元/+58.1%，恢复至2019年的132.2%，收入占比为13.23%/-5.36pct，相比2019年+0.74pct。
  - 2) 同程：** 2024年在新加坡设立了海外总部办公室，未来将加快开拓英国、泰国、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等市场，积极拓展国际机票、国际酒店、出境度假等业务；3月同程旅行首个海外实体店在美国洛杉矶开业。2024年第一季度，同程旅行的国际机票票量同比增长超过260%，国际酒店间夜量同比增长超150%。
- 国内OTA龙头出海核心为客群及规模优势：**
  - （1）绑定国内核心出境客群，共用供应链契合海外用户需求；
  - （2）规模效应提升供应链议价权，低抽佣率加速海外市场扩张；
  - （3）交通酒旅均衡发展，交叉销售助力产品获取、引流及用户留存。

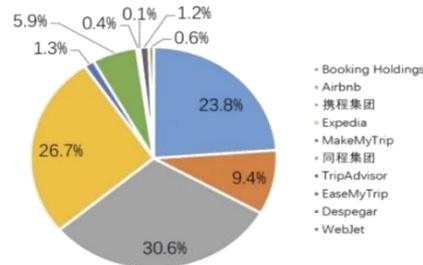
图表：携程集团旗下OTA品牌布局



图表：Trip.com在亚洲多国应用排名靠前



图表：携程2019年在全球OTA市场份额已居首位

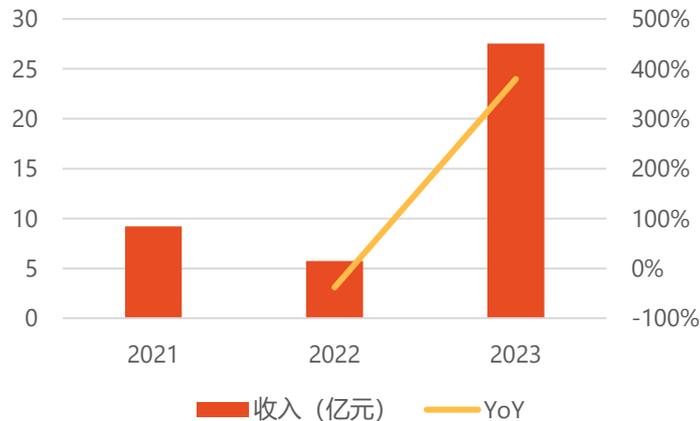


资料来源：公司公告、Moonfox，民生证券研究院。

## 2.2 同程发力多业务拓展

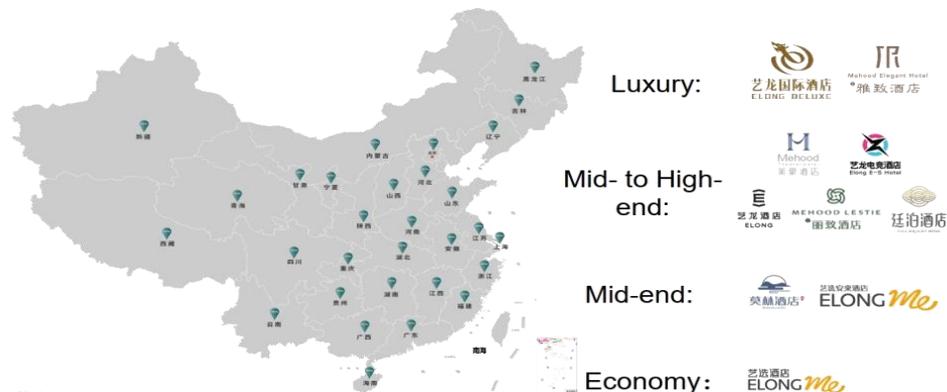
- **收购同程旅业后旅行社门店跻身国内前列，线上线下联动未来有望扩大市场份额。**公司于2022年12月宣布将收购同程国旅公司，于2023年2月19日公告称拟以不超过7亿元代价收购同程旅业，并于23Q4完成并表。公司有望整合其线下旅行社资源，打造线上线下双轮驱动系统，更好的实现下沉市场的渗透及出入境游的布局。
- **公司旗下酒店业务处在上升期，规模/排名不断提升。**当前旗下主要为美豪、珀林、艺龙酒店，形成覆盖经济型到高端核心价格带的10个品牌。23年公司旗下美豪/珀林排名由前一年的12/15上升至10/14位；

图表：同程旅行社业务（亿元）



资料来源：同程财报，民生证券研究院

图表：同程旗下酒店业务品牌体系完善



Notes  
1. All figures as of March 31st, 2024

- **同程为中国在线旅游行业的市场领导者之一，提供全面的旅游产品及服务。** 同程提供了交通票务、住宿预订、景点门票服务及各种配套增值旅游产品及服务，2021年同程旅行占据国内在线旅游市场14.8%的 GMV 份额，排行第三，仅次于携程和美团。同程旅行由同程艺龙更名而来，顾名思义，公司整合自同程及艺龙两大在线旅游公司：通过合并，同程的交通业务优势及艺龙的酒店业务优势实现互补，强化了市场竞争地位。
- **发力国际业务，实现高速增长：**2024年在新加坡设立了海外总部办公室，未来将加快开拓英国、泰国、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等市场，积极拓展国际机票、国际酒店、出境度假等业务；国际业务处于投入期，短期内对利润率带来一定压制：国际业务成本端增加的投入主要包括用于引流补贴、新增雇员薪酬等，导致OTA业务毛利率略有下滑。
- **酒店管理旅行社业务实现高增。** 同程酒管旗下酒店门店数维持高增，在酒店集团排名中不断提升。收购同程旅业后旅行社门店跻身国内前列，线上线下联动未来有望扩大市场份额。公司于2022年12月宣布将收购同程国旅公司，于2023年2月19日公告称拟以不超过7亿元代价收购同程旅业，并于23Q4完成并表。公司有望整合其线下旅行社资源，打造线上线下双轮驱动系统，更好的实现下沉市场的渗透及出入境游的布局。
- **投资建议：**同程持续深耕大众市场及微信流量，通过优良的运营、服务及创新能力，持续吸引新用户及提升付费比率，为公司发展提供动力。同时，同程通过收并购整合，渗透产业链，完善住宿、度假及出境游等板块布局，从而深化公司的竞争优势及话语权。考虑新业务并表及未来成长潜力，预计2024-2026年公司归母净利润分别为20.62亿元、27.23亿元及33.69亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争风险，政策风险，宏观经济恢复不达预期风险。

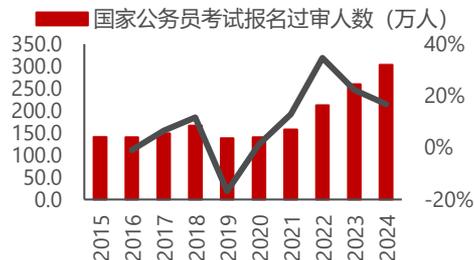
## 2.3 教育：关注教培、公考和企业培训

# 职业教育培训：受经济形势&下游产业牵引，行业表现分化，**公考/汽修/企业管理培训**热度高，IT培训相对承压

## ➤ 企业管理/考公/汽修/美业培训火热，IT培训受下游产业影响遇冷，烹饪培训逐步回暖

- 职业教育/培训和经济形势及培训群体及下游产业关联度较大，从23年至今表现较好的培训赛道有**考公、企业管理、汽修和美业**，IT培训受冷，烹饪逐步回暖。
- **考公**：和经济形势关联度较大，在经济收缩企业招聘收缩下，考公成为补充就业渠道，报名人数增加下带动培训人次提升。
- **企业管理培训**：经济承压下，企业家学习意愿和闲暇时间增强，带动培训需求提升，行动教育合同负债稳步提升。
- **美业**：女性悦己、变美需求旺盛，赛道日益细分，带动培训需求提升。
- **IT培训**：受下游互联网产业人员调整影响，注重就业、主打短训的华信智原和传智教育培训需求受到影响。
- **餐饮**：和出行场景强相关，2022年公共卫生事件受限下受影响，出行放开后有所回暖。

图表：国考报名人数稳步上升（万人）



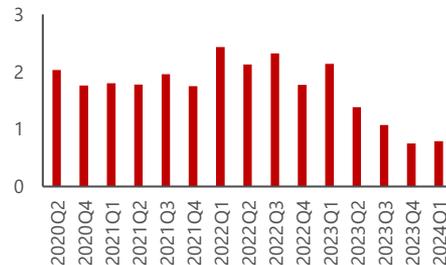
图表：国考参考人数稳步上升（万人）



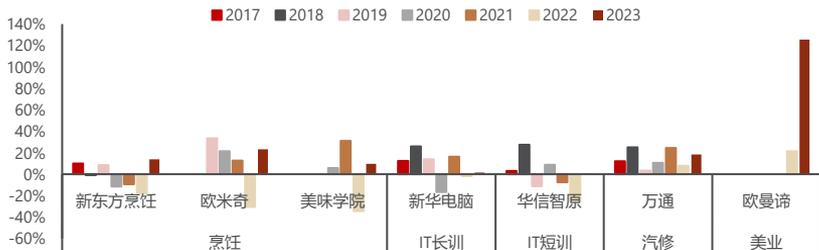
图表：行动教育合同负债（亿元）



图表：传智教育合同负债（亿元）



图表：东方教育汽修/烹饪/美业业务2017-2023新训人次增速情况



资料来源：中国新闻网、新华网、iFinD，民生证券研究院

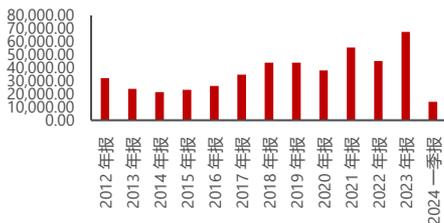
## 2.3 企业管理培训：万亿大赛道，有望诞生强品牌力的中国商学院

### ■ 大行业，格局分散

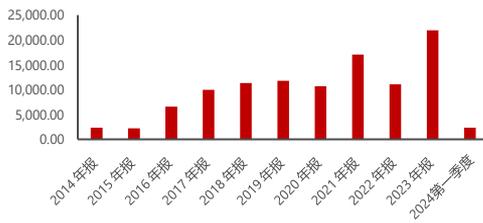
- **企业培训市场规模测算：**2026年市场规模有望达到2.8万亿元，2021-2026年复合增速为12.13%
- **竞争格局：**目前，国内的企业培训市场，培训机构众多，但整体上规模普遍较小，同质化竞争现象较为明显，市场集中度也非常低、缺乏绝对领导品牌。目前，企业管理培训行业的参与方主要有四类机构：高等院校商学院、跨国培训公司在华机构、咨询专注型公司及企业管理培训公司。从目前行业内主要公司的竞争能力来看，行动教育、创业黑马、盛景网联、聚成股份、和君商学、时代光华属于行业中实力和规模较大的企业。

- **行动教育为A股唯一培训企业，平台具备稀缺性，定位实训卡位精准，师资力量雄厚课程质量有支撑。**公司成立于2006年，为企业提供全生命周期的管理教育服务，于2021年成功登陆A股主板，成为中国管理教育首家主板上市公司。公司于2004年推出企业经营必修课《赢利模式》与《浓缩EMBA》课程，开创国内管理教育行业实践课程先河，截至2021年，《赢利模式》已迭代至9.0版本。2017年，“行动在线商学院”APP全球首发，公司持续推进线上教育业务，进一步延伸了培训价值链。公司引入世界级大师级课程，涵盖组织发展、人才发展、梯队建设、人力资源改革和创新等课程。

图表：行动教育营业收入（单位：万元）



图表：行动教育归母净利润（单位：万元）



资料来源：中国新闻网、新华网、iFiND，民生证券研究院

图表：企业管理培训市场规模测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
民营企业数量 (万家)	4457	4680	4820	4965	5114	5267
yoy		3%	3%	3%	3%	3%
渗透率	10%	11%	12%	13%	14%	15%
单人单价 (万元)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
人数 (人)	10	10	10	10	10	10
市场规模 (亿元)	15600	18018	20244	22591	25059	27652

资料来源：国家发改委，民生证券研究院测算

图表：行动教育师资力量

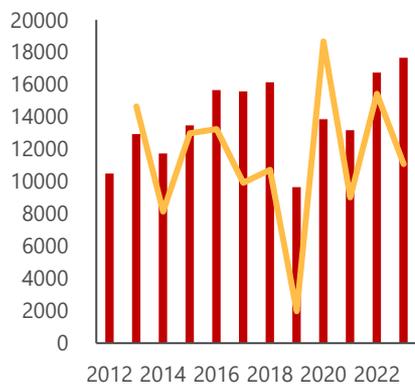
 <p><b>宋东平</b> 《经营方略》主讲导师 中国上市公司协会会长 中国企业改革与发展研究会会长 北京大学光华管理学院杰出管理实践教授</p>	 <p><b>朱灼</b> 《经济学》主讲导师 清华大学金融研究中心 IMF 全球副总裁 主要从事国际金融、银行业和宏观经济方面的研究</p>
 <p><b>李锐</b> 行动教育创始人、董事长 企业管理畅销书《赢利》《将才》作者 TOM 户外传媒集团原 CEO 香港紫荆花杰出企业家。</p>	 <p><b>郑建</b> 《特劳特·战略定位行动实效》导师 特劳特合伙人全球总裁 著有《2 小时品牌素养》、《中国企业家创业战略》等</p>
 <p><b>罗伯特·卡普兰</b> 《战略创新》主讲导师 哈佛大学著名教授 美国平衡计分卡协会主席</p>	 <p><b>蒋强</b> 行动教育营销副总裁 《赢利模式》作者 主讲课程有《赢利模式》、《增长为王》和《增长新路径》</p>
 <p><b>巴里·Z·波斯纳</b> 《领导力》主讲导师 国际知名管理学家、领导力专家 美国哥伦比亚大学商学院的院长和领导力教授</p>	 <p><b>陈启明</b> 《企业大学》主讲导师 《企业大学》作者 企业大学教材《人才池》作者</p>



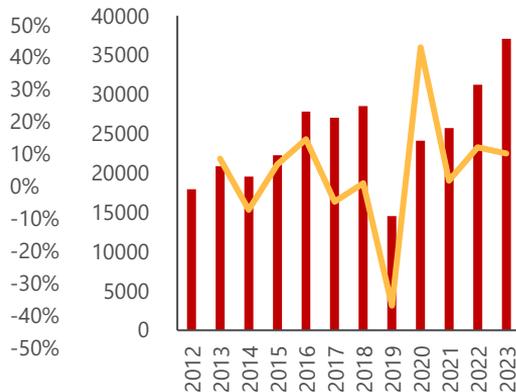
## 2.3 职业教育培训： 国考报名及招录人次持续攀升， 行业β向上， 招录龙头受益

- **近五年国考招录人数持续攀升， 2023年国考公务员招生人数创10年来新高。** 2020年开始， 国家公务员招生人数持续增长， 2023年招录人数达37100人次， 同比增长18.75%； 与此同时， 下游经济放缓叠加企业招聘需求承压下， 国考报考人数近年来持续增长， 2023年国考报名人数达到303万人/yoy+16.7%， 考公行业整体向上。
- **考公行业竞争格局动态变化， 头部玩家份额有望再度提升。** 由于不同的竞争策略， 过去数年市场格局处于动态变化当中。 20-23三年间三大龙头总体放慢了网点扩张的步伐（部分原因也是公共卫生事件阻碍了线下业务的正常开展）。 中公由于依托协议班模式快速扩张， 最终伴随着规模扩大、 退费比例不断提高， 带来较大规模学费欠款， 最终品牌口碑及团队稳定性受损， 2021年以来网点和收入规模持续下行。 公共卫生事件打乱头部” 玩家 “发展节奏， 头部” 玩家 “针对自身特点调整战略寻求健康增长， 产品策略回归理性。 我们认为随着行业进入相对健康的运行阶段， 龙头市占率有望再度集中。

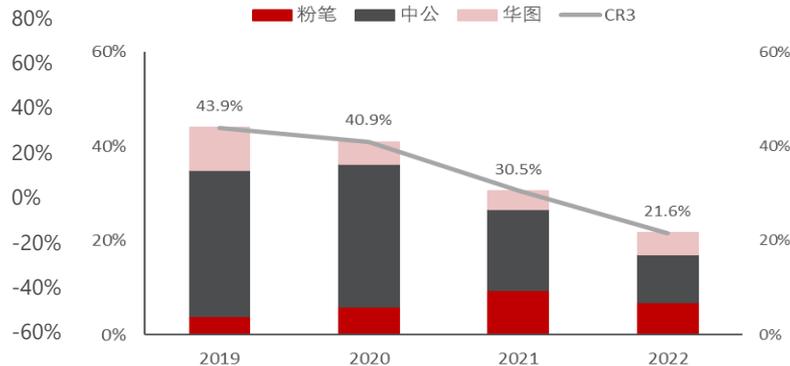
图表： 国家公务员招录职位数（人次）



图表： 国家公务员招录人数（人次）



图表： 行业2020-2023年CR3总体走低（%）



资料来源： Ifind， 民生证券研究院【注： 数据截止至2023（最新）】

资料来源： 国家统计局， 民生证券研究院

## 2.3 职业教育培训： 公考报名及招录人次持续攀升， 行业β向上， 招录龙头受益

- **公考竞争格局切换下， 关注华图山鼎配置机会。** 23年10月， 华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》， 华图科技将以“华图” 商号在各地分批次设立分公司开展公考、 事业单位等成人招录培训业务， 华图教育同步停止相关业务。 华图教育为线下招录培训领军企业， 公务员招录系列贡献主要收入来源公司。 2024年为华图山鼎承接招录业务的第一个自然年， 从Q1业绩来看， 已经开始贡献可观的利润， 对表端业绩改善明显。 2024Q1， 公司实现营业收入6.95亿元， 归母净利润7255.84万元， 扣非归母净利润5683.42万元， 非经损益为1572.42万元。
- **网点开拓顺利。** 自华图教育科技开展业务以来， 已完整建设了人员队伍、 师资队伍以及培训交付场地等所有业务开展必需资源， 已在全国范围内设立400余家分公司， 直营网点涉及全辐射网点已突破1000个。
- 2023年末， 公司合同负债余额为2.31亿元（不含税）， 其中普通班4903.35万元， 协议班杂费9625.21万元， 协议班学费 8253.66 万元， 在线课程286.39万元。 普通班学费及协议班杂费部分会随课程的交付而确认为收入， 协议班学费部分达到收入确认条件时确认为收入。 合同负债方面， 24Q1， 公司合同负债为5.45亿元， 相较23年末提升133%。

图表： 华图山鼎收入（万元）



资料来源： Ifind， 民生证券研究院

图表： 华图山鼎2024第一季度利润转正（单位： 万元）



资料来源： Ifind， 民生证券研究院

## 2.3 教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构营收回暖

行业监管逐步具政策基调走向宽松，校外培训管理走向法治化。传统明确监管边界，非学科培训和高中学科类培训发展空间渐明。2月8日，教育部在总结经验、深入调研、广泛征求意见的基础上，研究起草了《校外培训管理条例（征求意见稿）》。从《意见稿》整体内容来看，明确校外培训定位为“学校教育的有益补充”，同时对校外培训的相关规定进一步细化，走出模糊地带，主要表现在非学科类校外培训和高中学科类培训发展空间渐明：1)《意见稿》规定“面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人”，对于非学科类培训和高中学科类培训则未提及，说明这两类合法合规校外培训具备发展空间。2)明确监管学段，删除“高中”表述。3)明确非学科办学许可申请机制，鼓励非学科培训参与课后培训，扩大培训场地。4)培训时间方面只规定不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期组织学科类培训，未对非学科培训作出规定。

图表：政策变化对比

	“双减”政策	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	政策变化
主基调	“坚持从严治理，全面规范校外培训行为”	“规范校外培训活动，提高校外培训质量，满足多样化的文化教育需求” “促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充”	进一步明确校外培训定位，肯定合理的校外培训的作用
经营许可	“各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构” “现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构”	“校外培训办学许可由县级以上人民政府教育行政部门审批。利用互联网技术在线开展校外培训活动的，由省级人民政府教育行政部门审批。” “面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。”	进一步明确审批主体，对线上培训的审批主体作出特别规定 未对高中阶段的学科类校外培训机构的经营类型作出规制，存在一定政策空间
监管学段	“对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行”	“本条例所称校外培训是指学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象”	删去高中表述
培训时间	“校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期组织学科类培训。”	“校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期组织义务教育阶段学科类培训。” “省级人民政府教育行政部门可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定。”	规定范围收窄至“义务教育阶段学科类培训”，非学科类和高中阶段学科类未在规定范围内 各省份可以自行规定培训时长、时段
	“线上培训……，培训结束时间不晚于21点。”	/	删去对线上培训的培训时间、时段的规定
收费	“将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准……”	“面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案。” “校外培训机构采用预收费	进一步明确监管主体； 未对高中阶段和非学科类培训作出规定 允许各省分别规定
课后服务	“课后服务不能满足部分学生发展兴趣特长等特殊需要的，可适当引进非学科类校外培训机构参与课后服务……”	“县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。”	更积极地鼓励非学科类校外培训机构参与课后服务
培训材料	“建立培训内容备案与监督制度，制定出校外培训机构培训材料管理办法”	“校外培训使用的材料，应当报审批机关备案。其中，实施非学科类校外培训的，应报送审批机关和行业主管部门备案。”	进一步落实合规措施

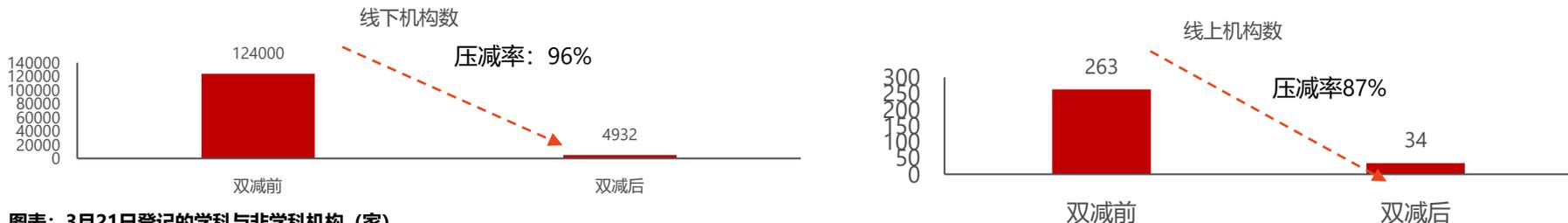
资料来源：教育厅，全国校外教育培训监管与服务综合平台，民生证券研究院

- **两会提出持续深化“双减”，素养教育发展引起关注。**从政府工作报告来看，“双减”亦是持续推进的工作。发展素质教育成为新议题。纵观此次两会，均有领导提出推动艺术、人工智能等素质教育健康发展。
  - ✓ 全国政协委员韩新安：需要推动校外艺术培训健康发展。校外艺术培训作为校内艺术教育的拓展与补足，既是实现国家美育工作目标的重要途径，也是推动文化强国建设的重要力量。近几年，校外艺术培训市场从火爆到萎缩，既有外部环境和有关政策的影响，如一些地方在政策执行过程中将学科类培训与非学科类培训“一刀切”纳入监管，同时也与校外艺术培训市场自身存在的痼疾息息相关。
  - ✓ 科学教育值得重视，契合素质教育改革方向。2024年两会期间，全国人大代表雷军、刘庆峰均提出，将人工智能素养教育纳入义务教育，全面激发中小学生的兴趣，为未来发展打下坚实基础。全国政协委员倪闽景认为，需要进一步加大实验教学，改变以讲故事、看实验、做习题为主的科学教育方式。
  
- **广深地区加快出台校外培训相关政策规范。**
  - ✓ 福田区加快非学科类校外培训机构审批，为进一步深化校外培训机构治理，推进非学科类校外培训机构办学许可申报审批工作，4月10日，福田区召开加快审批中小学生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，在市教育局指导下，福田区率先全市印发《福田区中小学生非学科类校外培训机构申请办理办学许可证工作实施方案》，并审批许可全市首家非学科类校外培训机构。
  - ✓ 5月22日，龙华区新增“开办非学科类校外培训”证照联办主题事项，为教育培育发展加速度。深圳龙华区认真贯彻落实党的二十大精神，以提升企业和群众办事便利度和获得感为出发点，积极推动涉企审批服务由政府部门供给导向转变为市场主体需求导向，精简企业开办和生产经营审批环节，优化市场准入业务流程。

■ “双减”大幅淘汰学科教培产能供给，供给侧改革效果明显。

- ✓ “双减”政策明确义务教育阶段学科教培机构陆续完成整改，并全面转设成为非营利性机构。由于非营利性机构更为注重教育公益性，不分配办学收益，机构逐利和扩张动能丧失，市场空间大幅压缩。根据国务院在22年10月发布“双减”阶段成果报告，K9线下学科类教培机构数量从12.4万个压减至4932个，压减率96%，线上学科类教培机构由原来的263个压减至34个，压减率87%。
- ✓ 截止2024年3月21日，根据全国校外培训监管与服务综合平台，目前义务教育阶段和高中阶段登记的学科培训机构分别为4135/6337家，非学科培训机构分别为105029和35896家。合计约15万家，且以非学科培训为主，2019年线下培训机构接近70万家。

图表：线上/下机构数（家）



图表：3月21日登记的学科与非学科机构（家）



资料来源：人民网，全国校外教育培训监管与服务综合平台，民生证券研究院

## 2.3 教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构业绩回暖

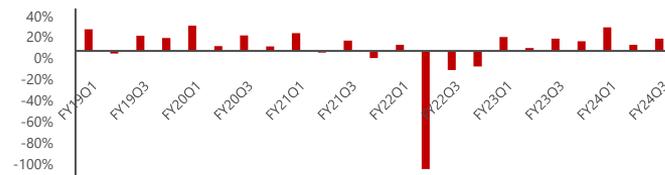
- **传统合法合规业务格局好转。**通过这一轮双减，市场上教培机构减少9成以上，我们认为教育行业也从此前的无序发展到合法合规的局面，且政策对于教育机构的进入门槛/内容监管都提出新的要求，在目前行业供需缺口较大的情况下，内容合法合规/具备牌照资质的头部教育企业将更容易获得家长与学生的青睐，且具备网点扩张优势，有望抢占更大的市场份额。FY24Q3新东方出国考培/咨询/成人及大学生业务收入同比增52.6%/25.7%/53.2%。
- **转型业务逐步拓量。**除保留合法合规的高中业务部分，龙头们的转型方向主要为素质教育、职业教育以及学习机等硬件教育产品。FY24Q3新东方素养报名人数同比增62.8%，学习机付费用户数同比增74.1%；好未来FY24Q4学习机出货量与素养教育收入持续增长。

图表：新东方、好未来、学大教育业务转型

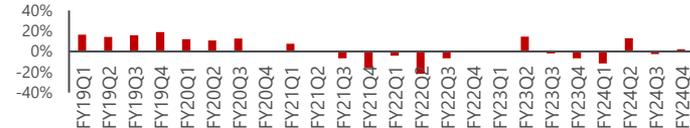
公司名称	主要业务	“双减”政策后的业务变化	转型方向
新东方	综合性教育集团，同时也是教育培训集团。公司业务包括素质教育、国际教育、成人教育、智慧教育、图书文创、直播电商等多个业务板块	2021年年底停止义务教育阶段学科类培训业务； <b>保留高中阶段培训、留学培训、考研培训、文化服务等传统业务</b>	转型青少年素养培训、进军文旅业务
好未来	全面布局教育产业，覆盖1至24岁多元化教育需求	公司于2021年12月31日截止义务教育阶段的学科类校外培训服务； <b>保留青少年素养培训、基于出版和数字内容的新型学习服务</b>	主营业务转型为学习服务和其他、学习技术解决方案和内容解决方案（学习机）；推出青少年素养培训业务；
学大教育	专注于利用优质的教育资源和先进的信息技术，是国内个性化教育的领导者	2021年年底停止义务教育阶段学类培训业务； <b>保留职业教育、全日制教育等传统业务</b>	转型的重心放在 <b>职业教育</b> 方向，试水零售业务（句象书店）

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

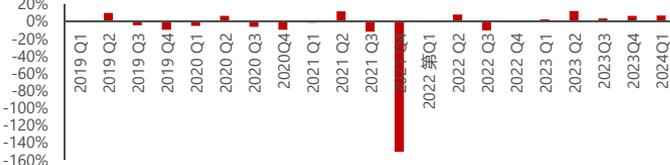
图表：FY19Q1-FY24Q3新东方Non-GAAP经营利润率（%）



图表：FY19Q1-FY24Q4好未来Non-GAAP经营利润率（%）



图表：2019Q1-2024Q1学大教育扣非归母净利润率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

# AI+教育：海外已有DUOLINGO等成熟教育产品，关注国内相关教育产品的推进

- **教育和AI天然适配，自ChatGPT问世以来海外陆续有相关教育产品推出，效果良好。**ChatGPT本身具备回答问题、解决问题的功能，因此在教育行业具备非常强的落地性。国外自ChatGPT问世以来，已经有相关教育产品的推出，主要集中在语言学习、批改作业。Duolingo旗下产品Duolingo APP，面向全球各年龄段用户提供40多种语言的学习课程，覆盖语法、词汇、听说读写等多个方面，月活高达7400万，产品运用AI赋能业务，包括进行自动语言评估、解释答案等。23年11月，OPEN AI投资Class Companion平台，该平台主要用于辅助教师批改书面作业，使教师能够向学生提供即时的个性化反馈，并支持每个学生按照自己的节奏学习，老师可以使用AI平台来给学生布置作业，产生反馈并获得对进度的见解。
- **关注国内相关AI教育产品进展的拐点。**目前国内教育企业布局AI产品种类多，包括好未来的学习机、世纪天鸿的笔神作文批改、有道翻译AIBOX以及高途考研AICan、豆神AI大模型等产品，此外还有智能交互平板，辅助教师批改产品等，建议密切关注国内产品放量拐点。

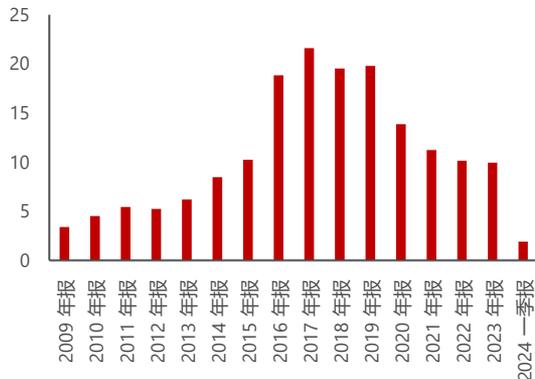
图表：国内具备AI产品的相关标的

AI+教育板块	公司名称	产品
	豆神教育	教育AI大模型
	国新文化	教育优质均衡视频应用云平台：用于促进教师专业发展，推动区域教育均衡、可持续共赢优质教学资源；智慧校园应用平台：用于提升贫困地区教育现代化水平，促进教师在教育教学方面质量的提升，顺利通过教育信息化的设备完成教育教学工作，针对教师开展教育信息化应用能力培训，使整合信息技术、学科知识和教学技能的成为教师教学活动的常态；智慧教学公共服务平台：采用先进的学习分析技术，实现智能化的学习跟踪与诊断，支持自适应、个性化学习；为开展以学生为主体的多种学习方式提供全方位支持；
	鸿合科技	鸿合智慧教室：由互联智能交互黑板/智能交互平板、OPS录播主机、视频展台、教学终端、电子班牌、互动录播等硬件设备搭配鸿U课堂操作界面、鸿合n6教学软件，以及鸿合云平台构成。教室通过软硬件间的无缝对接，将教与学充分融合，贯穿课前、课中、课后整个教学流程；高教教学场景互联应用：通过鸿合高教智能交互黑板/智能交互平板结合专属交互教学软件，打造的高教互动教学解决方案，配合多种应用和教学工具，可实现双屏教学、多屏互动、小组协作，学生和教师得以自由表达、呈现和分享，有效增强课堂吸引力，提高学生学习的积极性。支持小班化教学、混合式教学、翻转课堂等新型教学模式，为高校建设新型互动教室提供有力支持。
	视源股份	希沃交互智能平板：用于教室上课；希沃智慧黑板：云端存储板书
	一起教育科技	一起作业：以大数据为驱动的学校教育平台。同步学校教学进度，覆盖练习、评测等教育场景，通过大数据和人工智能等教育科技手段，帮助老师减负增效、学生培养学习兴趣、家长掌握学情；一教一学：用于老师一站式完成作业设计、布置、批改、自动生成多维学情报告。
AI教育产品相关企业梳理	正元智慧	智慧校园应用：用于各类校园场景，统一平台开放体系、应用分发系统接入，软硬件一体场景化应用，集中式数据汇聚。打造涵盖校园感知、走廊教学、教务管理、学生管理、学生成长、过程评价、家校互动的智慧教育新生态。
	方直科技	同步学：与课本同步配套的APP；LinKid英语AI互动课：专为6-11岁孩子打造的AI智能英语学习平台；优教云平台：为教师提供同步配套的丰富教学资源，提供课前导学、课中授课、课后布置作业模块。
	世纪天鸿	笔迹：用于作文批改；小鸿助教：用于老师整理备课素材、启发教学灵感、起草工作文件
	全通教育	智慧教育综合解决方案：提供从基础的校园网络、数据中心，到奠定校园智能环境的物联网、安防监控系统，再到辅助学校教学和管理的云平台，基于大数据和量化指标分析等整体的规划与实施，实现“三通两平台”的全面深化应用；教育管理应用：包括校园沟通、校园安全、教学管理、教务管理四大模块，全面提升学校信息化管理效率与决策水平，满足校级和区域级学校的教育信息化建设长远发展需求，教学应用：以“智慧课堂”建设为核心，贯穿师生教、学、练、评各个环节，将优质的教学资源和精品课程与常态化的教学、学习、反馈相结合，并基于智能终端设备实现教学互动和即时评测；课后共智服务平台：课后共智服务平台可提供在线报名、在线缴费、排选课、请假、考勤打卡、点名、订餐、退费等等全流程闭环应用，共智服务平台专注教育部门、学校、家长、校外培训机构多方协同，以高效的服务平台为多方服务，满足校内课外托管服务需求，营造健康、安全的课后服务氛围。
	好未来	口语表达能力评测：基于教育行业领先的OCR识别技术，识别用户上传的题目图片，精准匹配题库，返回题目答案、解析、讲解视频、相似题及其相关知识讲解；练习拍摄批改：基于教育行业领先的OCR识别技术，识别用户上传的题目图片，精准匹配题库，返回题目答案、解析、讲解视频、相似题及其相关知识讲解；教学质量评估解决方案：基于人工智能技术挖掘多维客观指标来量化评估教学效果，用自动化技术指导老师教学方案，提供教育场景下的全链路教学质量评估解决方案；试卷拆录解决方案：基于文本识别和结构化分析，将试卷中的每一道题目拆解，同时定义大题、小题的级别，并对老师的批改痕迹识别和分析，实现内容生产中的自动拆录和识别；教学异常行为监测：基于人工智能技术自动监测异常教学行为，包括敏感词、教师着装、异常行为等，全面把控此类小概率高风险事件，提高教师以及课堂的监管效率。
	粉笔	智能批改系统：依靠强大的文本识别、自然语言处理，自动生成评估报告并反馈给学员
	有道	有道翻译AIBOX：支持5种AI功能，可智能改写句子、段落以及文章的翻译结果。
	中国高科	人工智能AI学习空间：以人工智能、配套课程的交叉混合体系培养学员，让青少年更好地了解和拥抱AI。站式AED-CPR科普教学一体机：用于急救知识学习。
	高途集团	高途考研AICan：用于考研规划与答疑。

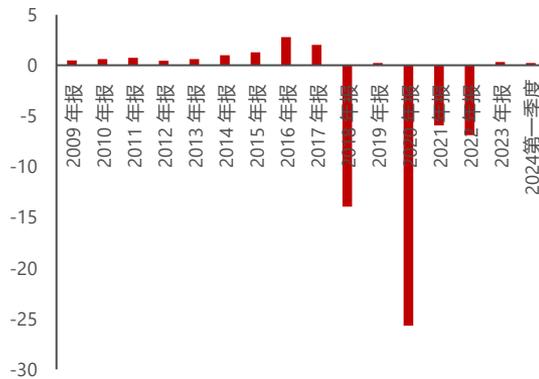
资料来源：佳发教育官网及年报，视源股份官网，每日经济新闻，同花顺财经，网易科技报道等，民生证券研究院

- 完成破产重整轻装上阵，24Q1业绩显著改善。**2023年公司投资收益为5.92亿元，主要为重整产生的收益。重整后，公司剥离低效资产，减轻了历史包袱。经审计确认，公司2023年度已确认司法重整收益5.89亿元，2023年末归属于上市公司股东的净资产9.62亿元。公司的资产负债率从2023年初的129.70%下降至69.59%，公司财务状况得到大幅改善。2024Q1，公司实现收入1.91亿元/yoy+22%，归母净利润为0.22亿元/同比扭亏，扣非归母净利润为0.18亿元/同比扭亏。毛利率为41.26%/yoy+3.06pcts；归母净利率为11.65%/同比扭亏。销售/管理/研发/财务费率分别为19.52%/11%/2.38%/-1.13%，同比各+1.56/-14.61/-2.25/-16.1pcts。
- 发力大语文AI模型打造新曲线。**公司将在AI大模型方面加大投入，保持教育科技赋能文学文史学习的独特优势。

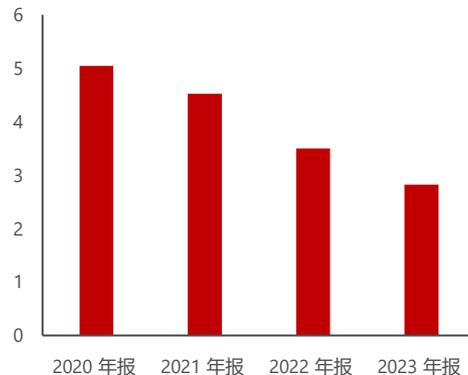
图表：豆神营业收入（单位：亿元）



图表：豆神归母净利润（单位：亿元）



图表：豆神合同负债（单位：亿元）



资料来源：豆神教育公司公告，iFind，民生证券研究院



## 2.3 个股观点：把握个股价值重估机会

■ 我们认为，此前教育板块的压制因素，即政策担忧目前正在逐步消解，优质教育企业将迎来价值重估的机会，建议关注教育板块的三条主线：

- ✓ 1、**合法合规的教培机构**，建议关注学大教育、昂立教育、思考乐教育、卓越教育；
- ✓ 2、**职业教育优质龙头**：推荐企业管理培训龙头行动教育、考公龙头华图山鼎，建议关注职业技能培训龙头中国东方教育；
- ✓ 3、**AI教育产品及教育信息化**：建议关注布局AI写作工具及数字化校本的世纪天鸿。具体个股如下：
  - 1) **行动教育**：作为企业管理培训行业龙头，积极打磨战略、产品，培育新人才，全方位强化公司运营，公司秉持回报股东的想法，近年来分红率维持较高水平。公司24Q1表现开门红，基于现有的合同负债及终端客户对于提价的良好接受度，我们持续看好公司的发展。我们预计2024-2026年公司归母净利润为2.85/3.65/4.57亿元，同比增长30%/28%/25%，维持“推荐”评级。
  - 2) **华图山鼎**：23年10月，华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展公考、事业单位等成人招录培训业务，华图教育同步停止相关业务。华图教育为线下招录培训领军企业，公务员招录系列贡献主要收入来源公司。2024年为华图山鼎承接招录业务的第一个自然年，从24Q1业绩来看，已经开始贡献可观的利润，对表端业绩改善明显。我们预计2024-2026年公司归母净利润各4.61/6.20/8.22亿元，维持“推荐”评级。
  - 3) **教培方面**：双减落地两年以来，供给侧逐步出清，合法合规的头部培训机构有望受益，建议关注学大教育、昂立教育、新东方、好未来。
- 此外，我们建议密切关注明年AI教育产品这一主线的发展，建议关注对应标的世纪天鸿、佳发教育、国新文化等；
- **风险提示**：股东减持、招生不及预期、教培政策风险、公办学校竞争加剧等。

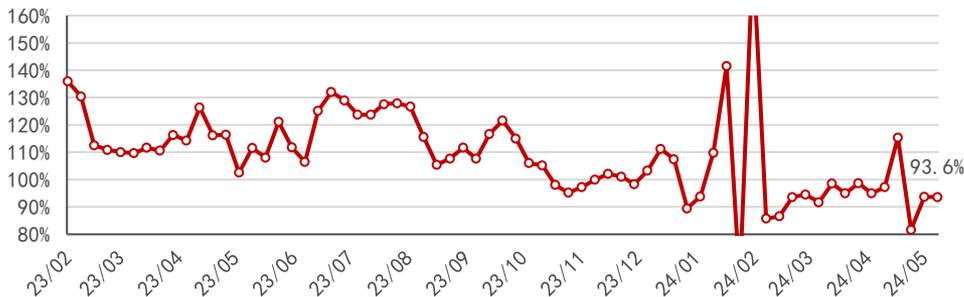


## 2.4 酒店：静待景气复苏，发掘竞争力长期变迁

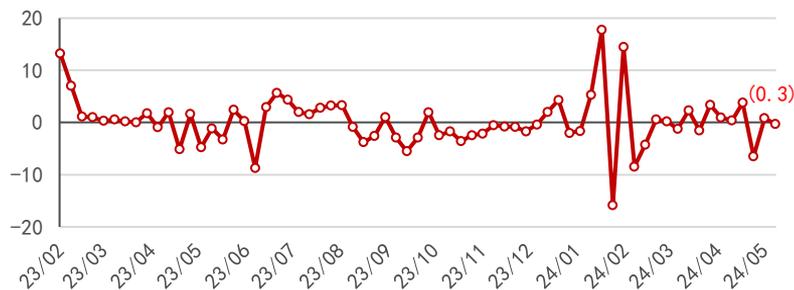
# 2.4

## 经营数据：前三季度面临高基数影响，整体需求仍是“强旅游，弱商旅”

图表：RevPAR较19年恢复率 (%)



图表：OCC较19年恢复率 (%)



图表：ADR较19年恢复率 (%)



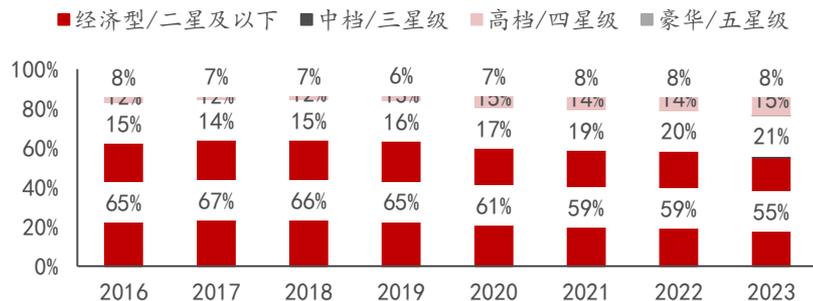
- 2024年前三个季度面临同比高基数的压制：**2023年伴随场景放开，出行需求补偿式释放，行业整体采取了提价的策略，23Q1-Q3价格维持高企；进入2024年伴随着需求回归常态，酒店板块价格亦回归常态，因此同比面临高基数的压制；后续如宏观经济回暖，24Q4酒店经营数据同比读数有望回正。
- 整体需求仍是“强旅游，弱商旅”。**从年内需求来看，休闲度假需求仍明显强于商务，如春节假期、五一假期，酒店经营数据表现仍较强势；而非假期阶段，整体需求表现有所承压。

资料来源：STR，民生证券研究院

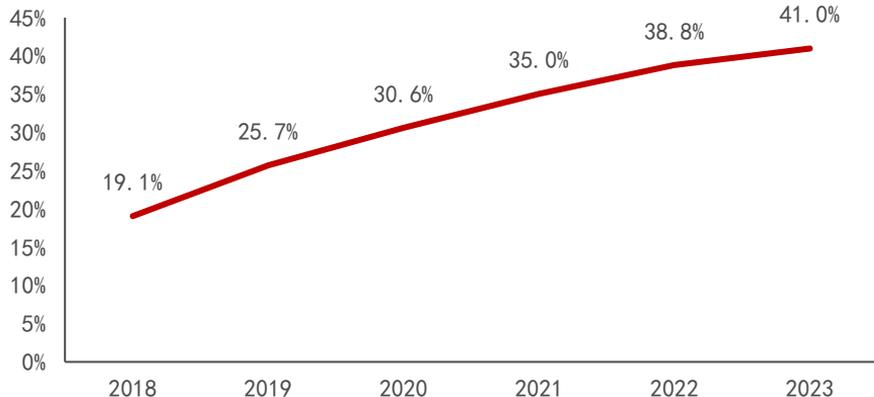
## 2.4 行业供给：23年底供给已有明显修复，连锁化/中高端化趋势持续

- 供给总量来看，23年底酒店行业供给已修复至19年同期的94%。公共卫生事件期间酒店出现了较大幅度的供给去化，23年后供给开启复苏，并快速缩小供给缺口。
- 连锁化率持续提升。截至23年底，我国酒店行业连锁化率达到41%，连锁化率提升趋势持续，说明23年后尽管供给快速修复，但连锁化率仍是大势所趋。
- 中高端化趋势持续。从酒店整体结构来看，23年中端及高端档次酒店占比持续提升，结构升级趋势仍在持续。

图表：中端酒店及高端酒店占比仍在提升（%）



图表：酒店行业整体连锁化率（%）



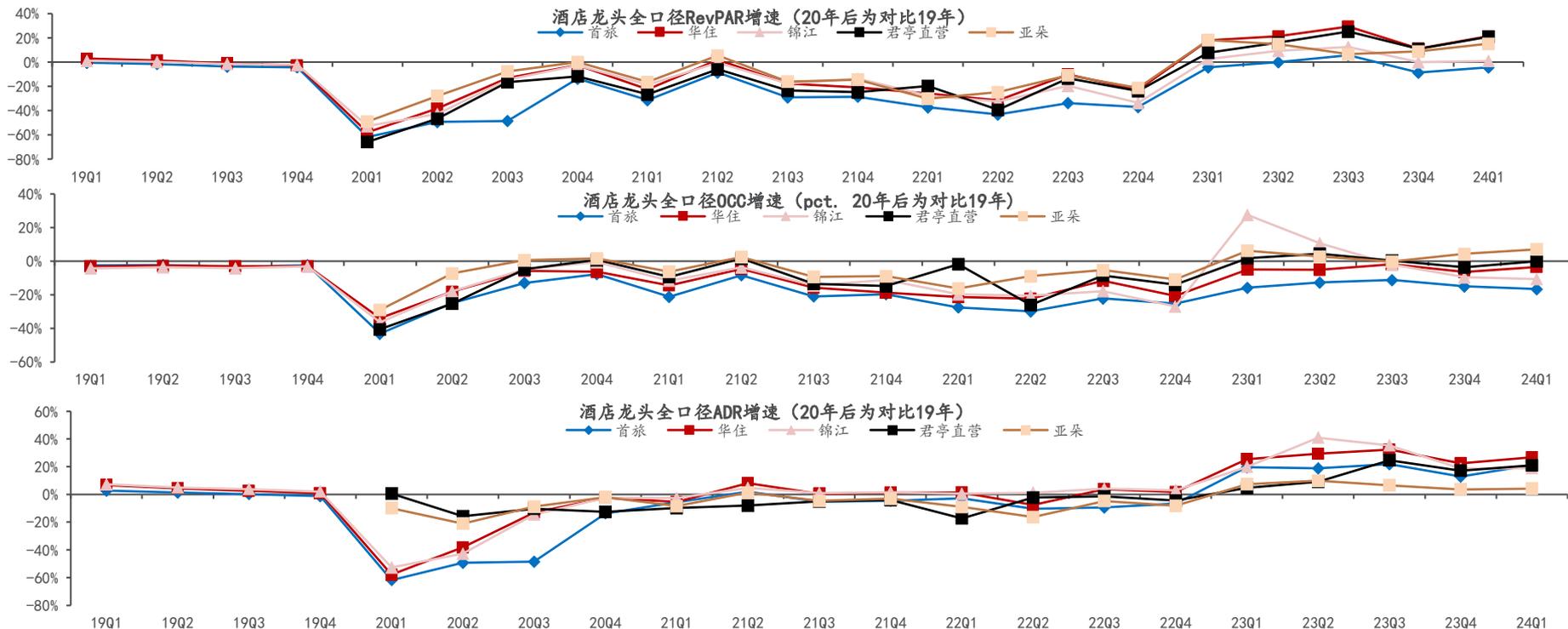
图表：酒店客房总数量（万间）



资料来源：中国饭店业协会，民生证券研究院

## 2.4 酒店板块跟踪：经营数据分化

图表：龙头经营数据恢复表现存在一定分化 (%)

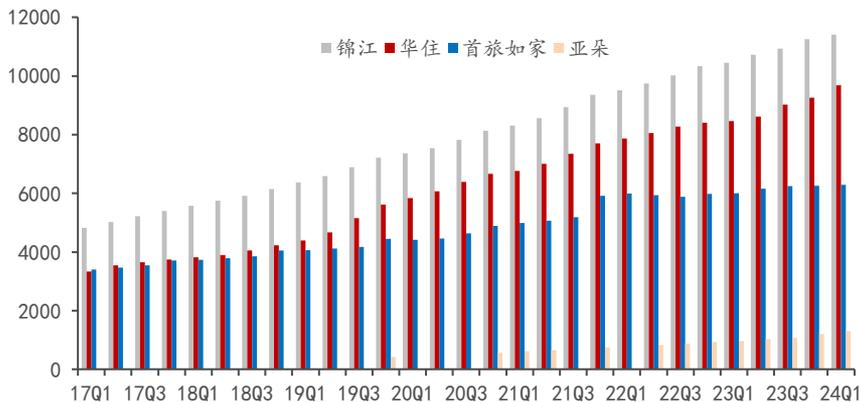


资料来源：各上市公司财报，民生证券研究院

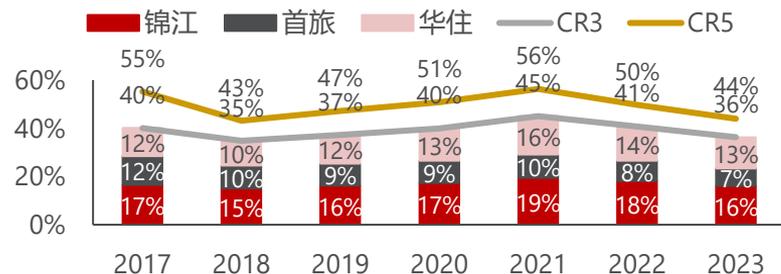
## 2.4 酒店板块跟踪：开店总体进入平稳期

- 总体上看，行业开店进入相对平缓期，龙头间出现明显分化。锦江/首旅23年后开店速度下滑明显，华住拓店速度反而进一步提升。
- 对比龙头酒店集团19年和23年集中度：仅华住在连锁酒店的市占率超过了公共卫生事件前，首旅随着中小连锁酒店供给修复市占率有所下降。

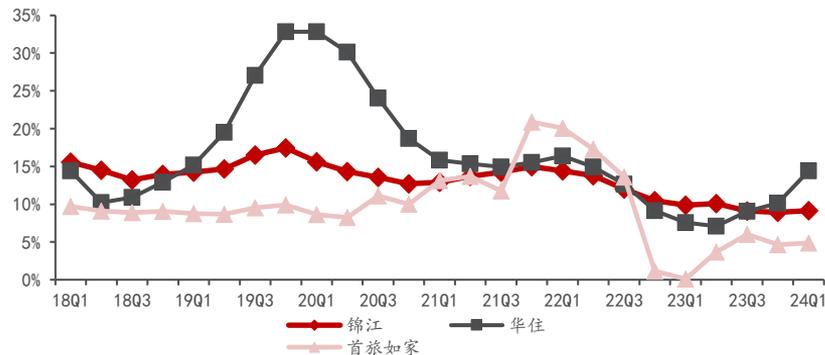
图表：龙头酒店公司门店数量变化（家）



图表：经过疫后供给修复，仅华住酒店在连锁酒店的市占率超公共卫生事件前（%）



图表：开店速度总体趋于平缓（%）



资料来源：各上市公司财报，民生证券研究院

## 第一阶段：50-80年代

**计划经济时代：**建国饭店&和平饭店为代表的豪华酒店主要用于接待外宾和政要人士，地方政府经营招待所负责一般性商旅住宿需求，供给&需求双低。

## 第二阶段：80-00年代

**全服务酒店-外资启蒙期：**中外合资饭店开始成立（1983，广州白天鹅），外国品牌进驻中国。

**有限服务酒店-野蛮生长期：**改革开放后酒店业快速发展，总体上需求大于供给，为了满足市场经济下日益频繁的商旅需求，国内大量单体酒店涌现，主要以设施和服务标准化程度低、条件差的小型酒店为主。

## 第三阶段：00-10年代

**08年-16年 外资品牌加速入华/地产系酒店品牌诞生：**伴随着国内地产业快速发展，高端酒店作为勾地的配套设施大举开发建设。

**00-10年代-快速连锁化：**锦江/如家/汉庭/格林/七天/莫泰等代表性酒店集团均于90年代末到00年代初出现，整合小型单体酒店，在全国范围内快速扩张。

## 第三阶段：10-20年代

**16年后，外资全服务酒店问题开始彰显/君澜等国产高端依托度假发力**

**10-20年代-龙头发力多品牌/收并购：**居民可支配收入提高，中产阶级兴起，需求更加多元/升级。多品牌的龙头酒店集团成为市场主导；龙头加速拓店/并购，行业集中度提升。



- **酒店：**酒店板块面临2023年酒店房价高基数的压制，同时当前商务需求的波动、供给修复对经营数据的影响仍存，尽管作为具备长期成长空间、竞争格局较为稳定的消费资产当前估值已达到5年来的底部位置，但板块拐点仍需景气度环境的加持，其他酒店龙头建议在底部位置积极重点发掘公司本身竞争力的长期变化；当前处在清晰的成长通道的君亭酒店、亚朵酒店值得重点关注。
- **锦江酒店：关注公司年内经营调整，业绩空间有望进一步打开。**锦江酒店年内的核心工作主要系进行存量资产的整合提效，包括装修改造直营店、海外债务重组、加盟业务提升CRS导流费等，看好公司经营优化后释放业绩空间。预计公司24/25/26年归母净利润分别为17.5/19.2/20.9亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场恢复不及预期，管理费下降风险，酒店行业竞争加剧。
- **君亭酒店：经营数据表现领先，随着存量门店爬坡有望释放业绩。**24Q1君亭直营RevPAR为314.77元，同比增长12.23%，恢复到2019年同期水平的120.97%，显著高于同业水平；旗下君达城商业管理项目进展迅速，未来有望加速公司的直营项目规模扩张。随着存量门店爬坡，公司业绩弹性将充分彰显；预计公司24-26年公司归母净利润为1.3/2.0/3.2亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**拓店不及预期，战略合作不及预期。
- **华住集团：经营表现强势，市场份额有望进一步扩张。**公司竞争优势显著，经营面长期领先，24Q1得益于直营店出色的经营表现，业绩略超预期；全年开店指引亦领先同业，其市场份额有望进一步扩张，长期来看，具备较高的配置价值。公司持续利用产品结构/品牌效力/会员系统三方面的竞争优势，运营层面降本增效成果显现，高业绩弹性开始兑现。随着公司年内酒店提质优化高质量开发，会员/供应链平台整合工作，公司后续经营质量有望进一步优化。预计24-26年归母净利润分别为43.89/49.55/53.99亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**拓店不及预期，战略合作不及预期。





## 2.5 会展：海外自办展进入发展新阶段，专业化升级塑造长期壁垒

- **经济全球化加快及国家间互动合作深入助力会展市场规模扩张。**2013-2018年全球会展业市场规模由275.8亿美元增长至355.2亿美元，年复合增长率达5.9%。从场馆面积存量看，2022年中国超越美国成为全球展览场馆面积最多的国家，总面积达1021.7万平方米，将近第二名美国的2倍，TOP5国家共占据展览市场68.1%的份额。
- **会展业发展存在地区异质性，亚太地区成为黑马。**欧洲地区会展业发达，展览规模远超其他地区，据UFI报告数据显示，截至2018年，欧洲/北美/亚太地区会展市场规模分别为158.9/97.5/73.3亿美元，占比分别为45%/27%/21%。2011-2022年期间，全球展览场馆总面积稳固提升，展馆存量增加了840万平方米，贡献主要来源于亚太地区。目前全球会展市场仍以欧美为主导，但亚太作为新兴市场极具未来发展潜力。

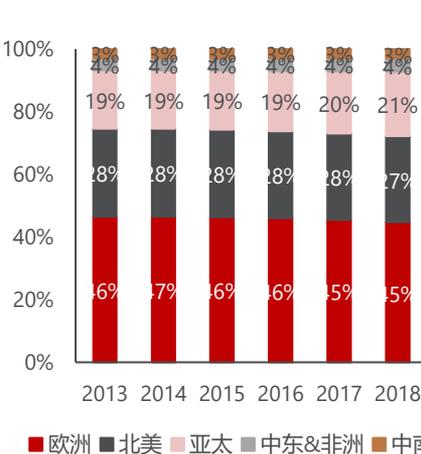
图表：全球会展业规模逐年扩大（亿美元）



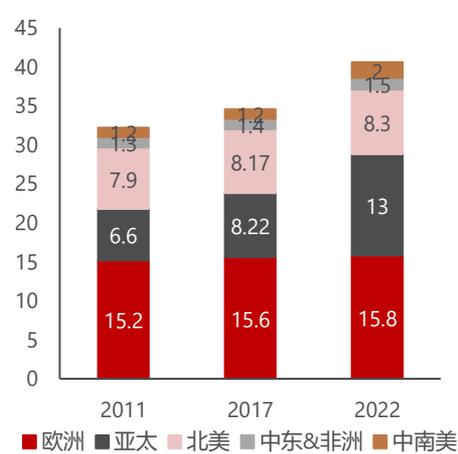
图表：2022年室内展览面积TOP10国家（万平方米）



图表：欧美占据全球展览业主要市场 (%)



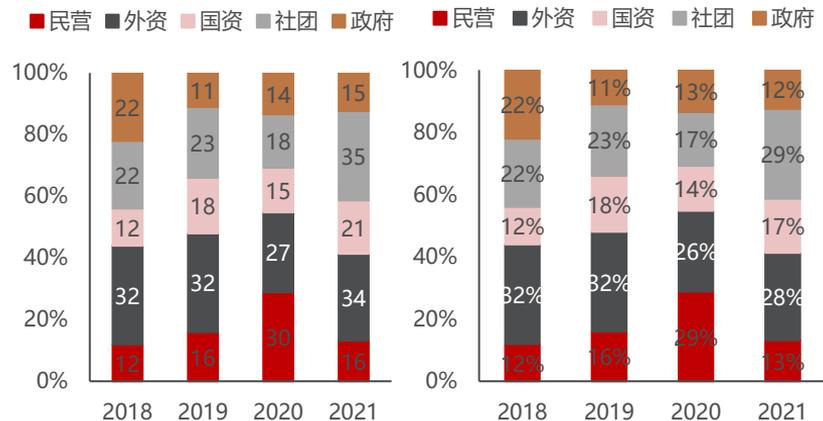
图表：历年全球各区域展会面积（万平方米）



资料来源：米奥会展招股说明书，UFI，民生证券研究院

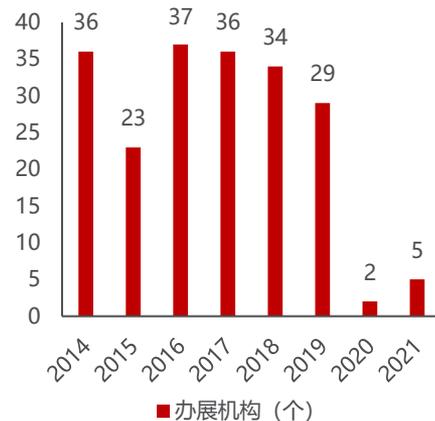
- **国内市场多元格局稳定，外资和国企为双主力。**我国会展业目前基本形成以政府机构为主体，民营企业和中外合资企业参与的多元化格局。根据中国展览数据统计报告显示，2020年民营企业举办的展览数量为30场，展览总面积达428.6万平方米，占比最高，其次是合资企业。按展览面积规模看，外资办展规模领先，公共卫生事件前占比达到30%以上，疫后外资规模占比有所滑落，国资/社团办展规模提升。
- **境外办展机构集中度较高，龙头企业占据较大市场。**2014-2019年，主办方境外办展机构从36个下降至29个，但展览数量从84场升至137场，资源逐渐向头部靠拢。办展机构中，米奥会展无论是办展数量或是办展面积都雄踞第一，2021年米奥会展境外办展数量和面积规模分别占总规模的21.4%/42.5%。

图表：历年全国展览规模前百各主体数量/主体面积占比 (%)

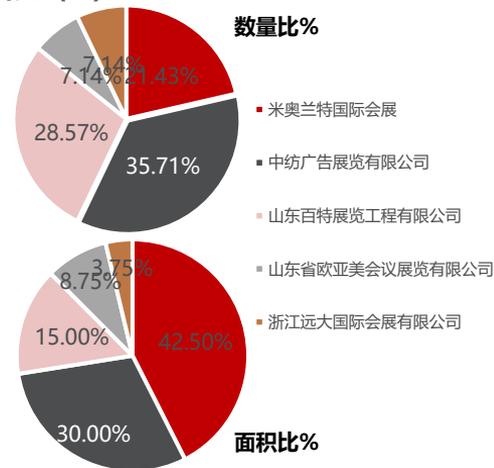


资料来源：中国展览数据统计报告，民生证券研究院

图表：2014-2021年境外办展机构数量 (个)



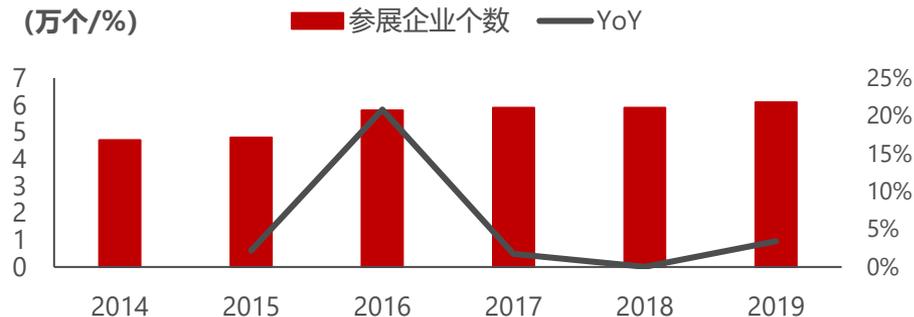
图表：2021年中国境外自办展数量/面积占比 (%)



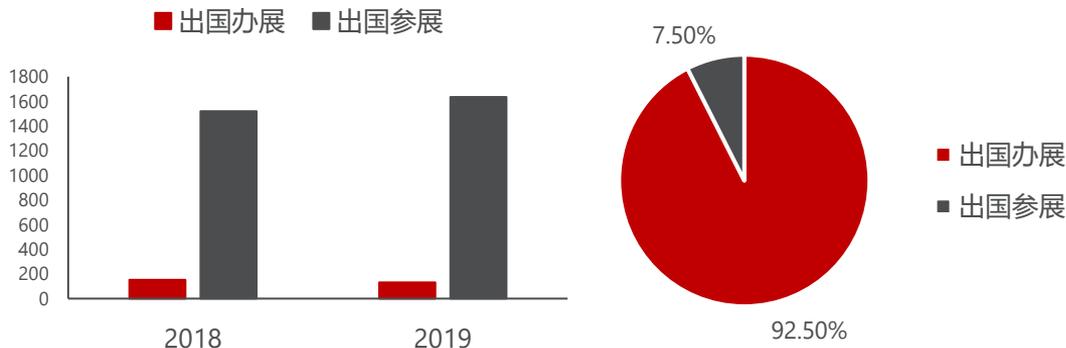
➤ **2019年全国6.1万家企业赴海外参办展1766项。**截止到2019年11月13日，在我国各级政府的扶持和引导下，全国91家组展单位共赴73个国家参办展1766项，较2018年增加94项，同比增长5.6%；展出面积92.13万平方米，较2018年增加9.11万平方米，同比增长11.0%；参展企业6.1万家，较2018年增加0.2万家，同比增长3.39%。

➤ **出国办展132项，占出国参办展项目总数的7.5%；**同比下降13.7%；办展国家主要为印度尼西亚、泰国、南非、波兰、印度、法国、俄罗斯、尼日利亚、菲律宾和马来西亚等49个。其中，赴印度尼西亚办展项目数最多，为8项，占出国办展项目总数的6.0%；其次为泰国，办展7项，占比5.3%；南非、波兰、印度和法国并列第三位，均为6项，共占比18.2%。

图表：公共卫生事件前国内海外参展企业数量/数量增长率

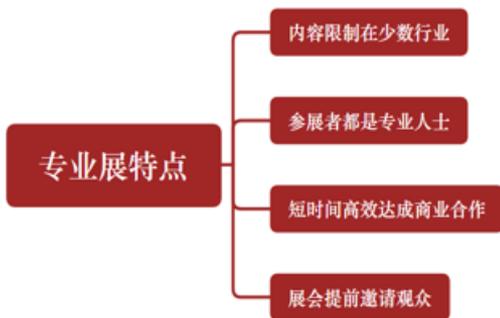


图表：出国办展/出国参展数量及占比情况 (个; %)

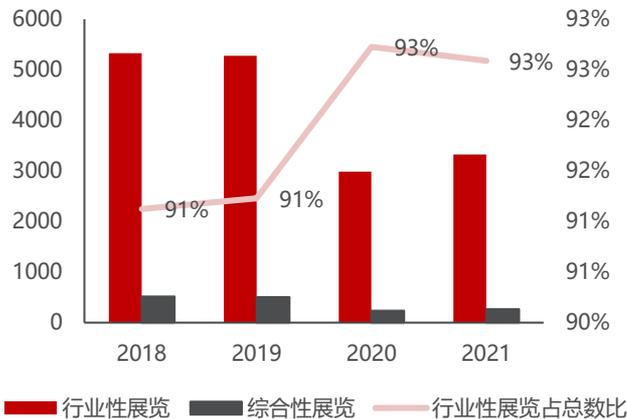


- 按展览内容区分，展会可分为综合展和专业展。综合展指包括全行业或数个行业的展览会，涉及面广，展示产品来自各个不同的产业。专业展指展示某一行业甚至某项产品的展览会，如文化博览会、旅游博览会等，较之综合展，专业展的专业性和技术性更强。
- 专业展发展迅速，占比逐年提升。我国会展业发展轨迹与国际会展业如出一辙，都是从综合展向专业展转型。2017年国际十大知名展会都是专业展，我国会展形式的转变也在持续提速。截至2023年，我国专业会展已覆盖15个经济门类，其中日用消费品及居民服务专业展占比达31%，位居第一；房屋建筑装饰及经营服务专业展和工业与科技领域专业展分别以17%和12%紧跟其后。我国行业性展览占比整体呈上升趋势，2021年行业性展览占展览清单总数的93%。

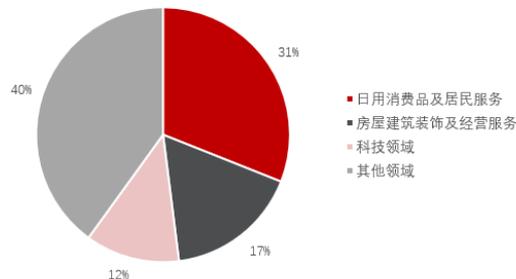
图表：专业展相比综合展的主要特点



图表：专业展历年规模变化情况（场）



图表：截至2023年专业展覆盖门类占比（%）



资料来源：米奥会展招股书，中国展览数据统计报告，民生证券研究院

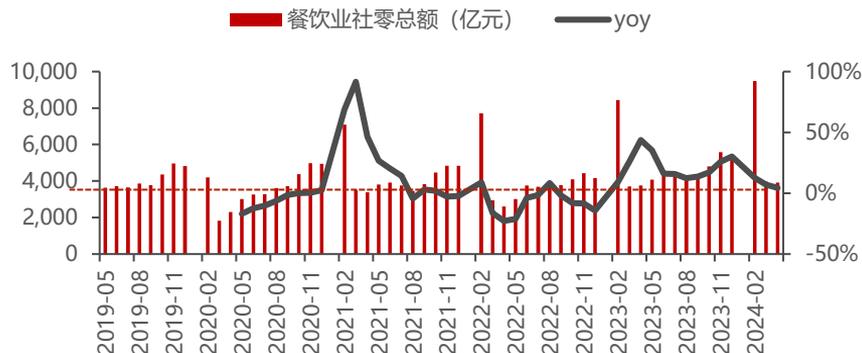
- **米奥会展是国内的海外自办展龙头。**成立初期业务重心是代理展业务，即承接海外会展品牌的部分展位的落地运营和境内销售；14年后转型自办展，这意味着公司自行负责展会的IP打造/筹备规划/场馆租赁/运营/销售/营销等各个环节（相当于经销转自主生产），收入为对参展企业收取的展位费，成本为展馆租赁/人员费用等；毛利率较代理展更高（在50%以上，代理展在30%左右），同时具备更强的品牌壁垒、规模/平台效应。
- **Q1营收同比增长，费用率保持稳定。**公司24Q1实现主营收入7613.09万元，同比上升12.2%；实现归母净利润481.45万元，23年同期为107.13万元，同比上升349.39%；实现扣非净利润153.19万元，23年同期为37.22万元，同比上升311.56%。公司24Q1毛利率为54.4%，23年同期为58.2%。公司营收增长主要得益于展位数同比增长，及小部分提价，23年Q1举办了一场展会，共1000个展位；24Q1举办2场展会，共1100余个展位。同时，由于23年展会规模较大，规模效应更加凸显，因此24Q1毛利率较去年有所下降。费用方面，公司24Q1销售费用率为42.1%，23年同期为41.8%，管理费用率为12.7%，较23年同期16.4%明显下降，公司24Q1实现归母净利润率6.3%，23年同期为1.6%；扣非归母净利润为2.0%，23年同期为0.5%。
- **发布股权激励计划（草案），覆盖公司21%员工。**2024年6月3日，米奥会展发布2024年限制性股票激励计划（草案）：拟向激励对象授予权益总计不超过353.38万股，占本激励计划公告时公司股本总额的1.54%，对应当前市值为7084万元。股票激励归属数量分3年兑现归属，3年分别兑现40%/30%/30%。拟首次授予的激励对象不超过208人，占公司员工比例达21%；覆盖面广。
- **投资建议：**米奥会展为国内境外自办展龙头，技术、资源等多重先发优势高筑，当前处于清晰的向上通道。公司展位数高增的同时，通过专业化办展/数字化，亦在提升整体的展会服务能力；规模/服务能力/品牌的同频向上有望进一步夯实米奥作为国内海外自办展龙头的壁垒。随着我国出入境贸易持续火爆，公司业绩弹性有望继续释放。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为2.7/3.4/4.4亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险，销售下滑风险。



## 2.6. 餐饮行业：行业趋势向上，性价比消费与品质/口味为需求核心

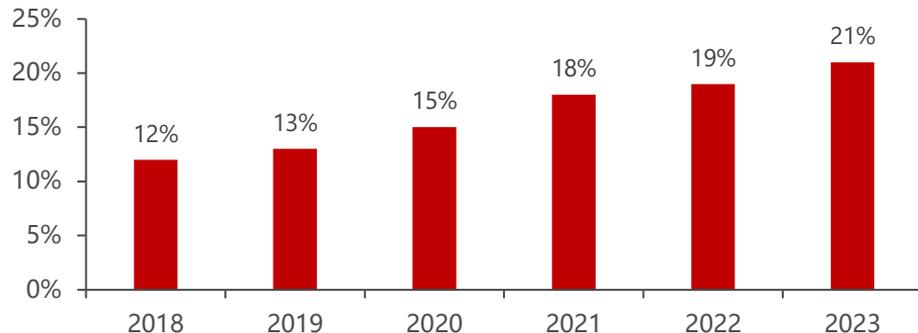
- 行业规模持续拔高，外卖业务占比逐年提升。24年年初至今餐饮业增速有所放缓但仍处稳增态势，24年3月/4月餐饮收入3964/3915.2亿元，同比+6.9%/4.4%。从行业内部趋势变化来看，连锁化率提升/外卖业务占比提升为近年来餐饮业两大主流趋势，连锁化率提升我们认为可归因于过往公共卫生事件扰动下行业出清使连锁门店以低成本获得优异区位门店所致；外卖业务占比提升则是生活节奏加快、独居经济发展的结果。

图表：餐饮业社零总额变化情况（亿元）

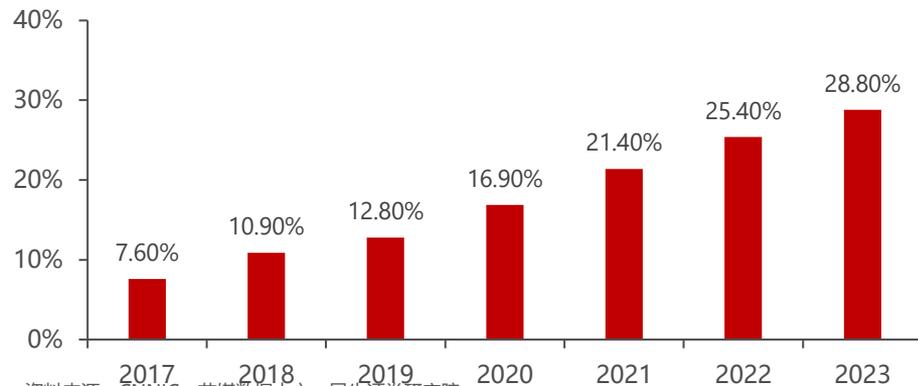


资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2018-2023年餐饮连锁化率表现（%）



图表：2017-2023年外卖占全国餐饮收入比例（%）



资料来源：CNNIC，艾媒数据中心，民生证券研究院



## 2.6 餐饮业消费趋势：一人食、性价比消费、品质/口味需求与情绪价值

观察近年来餐饮品牌和餐饮细分行业的潮起潮落以及宏观需求风向的变化，可发现当前餐饮格局下带动需求增长的四大核心概念：一人食餐饮、性价比消费、品质/口味需求与情绪价值供应。

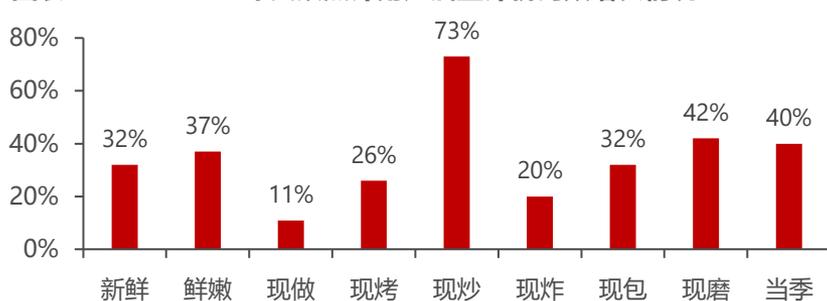
- ✓ **一人食餐饮**：逐步迈入职场的90后/00后年轻一代更为注重社交距离、偏好线上社交模式，叠加工作忙碌、工作时间限制导致的现实社交圈收窄，这部分年轻人难以经常与好友结伴出行，在此情况下，无用餐人数限制、无社交属性、价格带处低位的一人食餐饮逐步成为步入职场年轻人消费者的主流选择，23年以来重新步入大众视野的小火锅和高热度持续的米饭类餐饮是一人食餐饮快速成长的集中体现，供给端也快速响应崛起热度，23年一人食小火锅品牌中农小锅/九玺炉旋转小火锅分别增长42/32家，上市公司中，作为台式一人食小火锅领导品牌的呷哺呷哺与此类需求契合度高。
- ✓ **性价比消费**：当前宏观环境下居民餐饮消费支出较为保守，以社交为主的餐饮消费模式逐步转变为以悦己为主、注重高性价比的餐饮消费模式，在此情况下，菜品口味和价格之间的对比重新成为消费者对餐饮消费考量的重心，根据时趣餐饮数据，22年精致餐饮消费者餐厅消费偏好中，消费者对消费价格的偏好程度由21年的19.2%跃升至22年的30.5%。
- ✓ **品质/口味需求回归**：根据美团2022年新餐饮行业研究报告，20-21年多个词条在大众点评上提及频率大幅提升，现炒、现磨两大关键词提及频率大幅提升，或意味着消费者对餐饮消费需求的重心回归于对品质/口味的需求，通过半成品预制菜进行门店快扩的连锁店在此情况下面临一定考验，在品牌力与热度衰退后如何通过菜品质量维持需求是重中之重。
- ✓ **情绪价值供应**：情绪价值可具体指向为消费者在消费过程中的情绪收益，自新媒体平台应用以来层出不穷的网红餐饮品牌实际就是消费者情绪的选择，在此类网红餐饮品牌消费中，消费者对菜品口味的重视程度不高，更为重视餐饮产品所内涵的象征意义（如爱情、养生健康等）和打卡后社交媒体分享带来的喜悦，这类情绪价值所带来的消费欲往往可使消费者减少对性价比因素的考量，上市餐饮公司中奈雪的茶最为重视此类需求逻辑，通过频繁联动上新来实现情绪价值供应。

图表：截至23年9月，国内热门一人食小火锅当前经营情况

	客单价 (元)	门店数	23年1-8月门店增加量	主要分布省份/直辖市
呷哺呷哺	70.44	866	110	北京, 河北, 天津
苏小北旋转小火锅	27.57	77	20	山东, 黑龙江
吾蜀巷子	31.53	77	8	河北, 河南
九玺炉旋转小火锅	39.11	80	32	山东, 江苏
农小锅	34.42	69	42	北京, 河南

资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

图表：2020-2021年大众点评用户户型评价词频增长情况



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

# 2.6

## 核心标的-呷哺呷哺：匹配当前市场需求风向，关注湊湊门店矩阵革新及性价比优势放大

**呷哺呷哺-品牌自带属性有望获景气度催化，关注两大品牌基本面优化转折点：**呷哺主品牌以一人食/高性价比两大属性为主导，两大属性在当前餐饮消费偏保守、孤独经济逐步崛起的餐饮市场中有望获景气度催化。但是，呷哺呷哺套餐性价比虽在近年有显著提升，但高性价比更多体现在套餐内容优化及其食材应用优势，而当前环境下大多消费者确认性价比的第一步在于价格是否适宜，在呷哺价格带与其他一人食小火锅相比偏高、定位消费人群偏中高端、两大优势在实际宣传中体现不足三大因素影响下，**其在短期内较难匹配当前市场消费需求风向，菜品整体价格下降带动的价格带下移、门店模型优化、对优质食材应用/套餐优化的宣传力度将成为其基本面优化的关键点；**此外，湊湊品牌当前面临品牌势能趋稳/门店矩阵待优化问题，**门店优化/品牌势能通过热点营造上行是其品牌基本面优化的核心要点。**

从公司经营架构来看，我们认为，公司立足于两大支撑点及三大发力点，在当前火锅餐饮市场中仍具备强竞争力。1) 私域流量支撑：公司会员福利体系完善、集团下品牌可互相引流、善于利用品牌联动及会员折扣扩大会员覆盖面，可为门店经营持续供能，截至23年末，集团总会员数已超3500万；携5大品牌联合打造的超级会员畅吃卡自5月20日上线以来，半年内售卖超百万张；2) 供应链支撑：通过数字化物流体系和上游深耕布局实现高物流运输效率、低食材损耗及稳定的原材料采购价格，成本端优化带动利润增长；3) 呷哺呷哺：性价比菜单具备引流效果；品牌于2021年末宣布南下门店扩张战略，南方城市小火锅细分市场尚处蓝海，发展空间充足。4) 湊湊：锅底与茶饮持续创新突破保证强品牌势能，下午茶时间段经营契合消费者情感联络需求，且通过高频率活动/推新提振品牌力，一二线城市门店经营稳健，海外拓展空间充足。5) 趁烧：门店模型优异，上海门店反响佳，成长空间广阔，长期有望成为业绩新贡献点。

图表：呷哺呷哺性价比提升-22年起每个套餐多提供一杯奶茶

2019年		2021年		2022年	
套餐类型：9元锅底+调料+肉品+蔬菜拼盘		套餐类型：10元锅底+调料+肉品+蔬菜拼盘+3元以下任意主食		5-9元任意锅底+调料+时蔬拼盘+3元主食+15-19元中杯饮品	
品类	价格(元)	品类	价格(元)	品类	价格(元)
呷哺羔羊肉套餐	60	呷哺羔羊肉单人餐	62	呷哺人气草原羔羊肉套餐	65
巴西牛前胸套餐	56	原切牛肉肉单人餐	59	人气甄选牛肉肉套餐	69
锅底价格	9款锅底中6款为9元锅底	锅底价格	8款锅底中5款为9元锅底	锅底价格	7款锅底中5款为8元锅底
调料	7	调料	7	调料	6
蔬菜、豆制品及粉类混合双拼	10	蔬菜、豆制品及粉类混合双拼	10	蔬菜、豆制品及粉类混合双拼	10

资料来源：呷哺呷哺（龙湖长楹天街二店），民生证券研究院

图表：呷哺呷哺畅吃卡高性价比



资料来源：红餐网，民生证券研究院

图表：湊湊高频率活动和推新提振品牌力



资料来源：百度，民生证券研究院

## 核心标的-海底捞：细分赛道挖掘或将带来的新增量，加盟业务有望开启新成长曲线

**海底捞-服务为本把握流量闸口强化品牌生命力，副品牌/个性化门店探索新解法：**在啄木鸟/硬骨头计划推进下海底捞门店矩阵大幅优化、门店服务能力重新提振，23年利润为其门店矩阵优化的有力证明。在前端服务能力极致化、后端蜀海供应链强劲供能情况下，海底捞供应链已达火锅行业顶尖水平。但是，火锅业态属性带来的同质化问题仍需解决，过往通过差异化服务带来的先发优势随时间发展逐步减弱，海底捞需通过其他差异化方式寻求新增点。从23年以来海底捞发展情况来看，海底捞对于此项问题的解答可归纳为三点：

**子品牌：**成立平价一人食小火锅品牌“嗨捞”及高端小酒馆品牌“围吉山云贵川炭火与发酵Bistro”，探索各类细分赛道发展潜力。

**个性化门店：**23年以来开设牛肉工坊、校园火锅、露营火锅等差异化火锅门店。

**服务细致化探索：**免费洗头服务、夜市摆摊、演唱会流量对接、近期“科目三”舞蹈流量运营等，通过服务细致化打开流量闸口。

**我们认为，海底捞通过探索餐饮业细分业态、细致服务两大渠道实现差异化、维持品牌活力，若能在某一细分行业发现成长机遇并打造合适门店模型，基本面将迎来进一步优化。**

**24年3月4日引入加盟模式，与机构投资者/企业等专业加盟商牵手打造加盟门店。**海底捞于2024年3月4日宣布引入加盟模式，公司采取与传统加盟存在差异的类托管加盟模式运营，加盟店门店运营/绩效考核/人事招聘/供应链等工作均由海底捞负责，加盟对象仅限机构投资者及有经营经验的企业，**加盟商合作方式主要在于资金支出、地方物业资源贡献与地方市场相关知识交流，不参与门店管理**，以此保证加盟门店质量与直营门店看齐，此框架在与加盟商合作保证地方市场资源对接、地方门店融入迅速的同时，最大程度保留海底捞原有管理模式与经营架构，海底捞方面获利体系未有明确说明，我们判断或与其余品牌加盟经营方式类似，通过供应链端原材料抽成的方式获取利润，未来有望在保证经营质量的同时成为公司利润新增增长点。

图表：海底捞“嗨捞”一人食火锅菜单



资料来源：红餐网，民生证券研究院

图表：海底捞露营火锅门店示意图



资料来源：百度，民生证券研究院

图表：海底捞加盟支持



资料来源：海底捞官网，民生证券研究院

**奈雪的茶-情绪价值持续供应提振品牌生命力，社交定位加盟门店下沉推进。**奈雪的茶通过情绪价值供应维系品牌生命力，通过带动社交平台的讨论度、打造私域流量社区实现中长期热度维持，近年通过低价新品上新、优惠活动等方式推动价格带下行，本质是为保持品牌调性的同时适应当前以性价比追求为主的大环境、并为下沉市场加盟店发展铺路。从奈雪的茶后续发展重心之一的加盟门店情况来看，为实现轻社交场景打造，奈雪加盟门店设置消费者社交区域，资金投入较竞争对手喜茶更高、门店面积也更大，此举导致奈雪盈利模型较喜茶更为保守，但对私域流量培育有积极作用，在宏观环境变化下品牌势能表现的更为强劲，我们看好其加盟店铺设带来的新盈利和对私域流量培育的中长期贡献。

**海伦司-高性价比业务模式，加盟业务开拓下沉市场带来新增量：**海伦司门店以新一线/二线城市为主，目标客群主要是都市白领及大学生群体，以高性价比酒水及良好门店氛围闻名。其高性价比特征与下沉市场有较高匹配度，但运营初始阶段未定位下沉市场，我们认为主要是小酒馆业态对“熟客经济”的高度依赖性所致，即小酒馆业态消费者拥有高回头率、通过朋友介绍选择门店两大特性，而大部分三线及以下城市存在耕耘本地多年的老牌酒馆类品牌，对当地目标客群已实现稳定覆盖，在对本地竞争格局不了解情况下海伦司较难打入下沉市场；23年6月以来全面开放的“嗨啤合伙人”模式通过与本地加盟商合作/让利的形式发力，促23年利润表现大幅提振，下沉市场打入困难问题在“嗨啤合伙人”模式运作下已得到解决，海伦司成功打造第二增长曲线。展望后续发展，公司一方面将继续拓展嗨啤加盟门店，另一方面也将拓展客群范围、挖掘社区区位的客群增量，24年利润有望实现突破。

图表：奈雪的茶门店模型与喜茶对比

喜茶加盟店初始投资额 (元)		奈雪的茶初始投资额 (元)	
单店首次培训费用	40000	单店首次培训费用	30000
设计费用	10000	开业综合服务费	40000
工程监理费	8000	品牌合作费	60000
保证金 (闭店返还)	30000	保证金 (闭店返还)	30000
设备费 (最低)	200000	设备及道具费 (最低)	350000
装修费 (60平米)	210000	装修费 (90-170平米)	455000
单店合作服务费 (三年一缴)	50000		
系统运营使用费 (每年一缴)	20000		
总计	568000	总计	965000

资料来源：喜茶公众号、奈雪的茶公众号，民生证券研究院

图表：海伦司“嗨啤合伙人”三类店型 图表：海伦司加盟初始投资额最低60万元

店型	面积
精品店	90-130m <sup>2</sup>
优品店	180-200m <sup>2</sup>
臻品店	240-260m <sup>2</sup>

合作政策

	装修装饰费	设备及桌椅费	保证金	品牌合作费
精品店	30万元+	15万元+	5万元	10万元
优品店	60万元+	20万元+	5万元	15万元
臻品店	70万元+	30万元+	5万元	20万元

基础工程	空调	一次性缴纳	品牌授权
安装工程	冰柜	协议解除后	系统使用
软装材料	桌椅	无息退还	开业培训
	门店桌椅		开业推广

资料来源：海伦司公众号，民生证券研究院



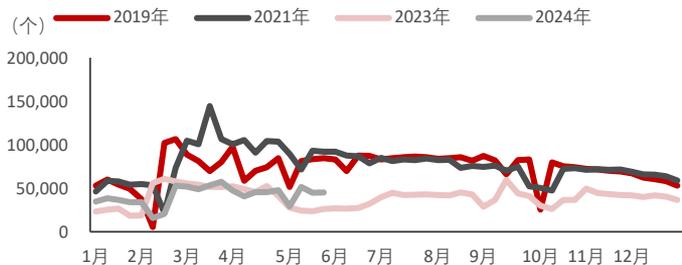
## 2.7 人服：招聘修复呈现积极信号， 关注配置机会

# 2.7

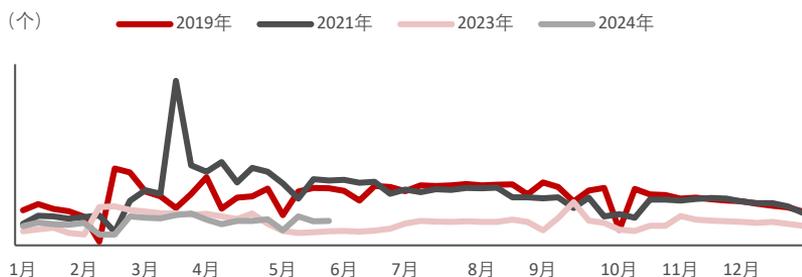
## 修复进行时，制造、医药、能源、消费领衔复苏

- **5月前**：春节错峰因素，今年2月春节，去年1月春节，所以今年1月数据好于23年同期，2月低于去年，3月开始数据和23年趋近，5月恢复要比去年好。
- **5月招聘数据修复斜率向上，信号积极**。5.20-5.26新增招聘企业恢复至2021/2023年同期49%/173%，新增招聘帖子数恢复至2021/2023年同期38%/177%。1.1-5.26，新增招聘企业恢复至2021/2023年同期51%/104%，新增招聘帖子数恢复至2021/2023年同期41%/96%。5月以来，招聘绝对数据呈现拐头向上趋势，和去年形成较为鲜明的对比。

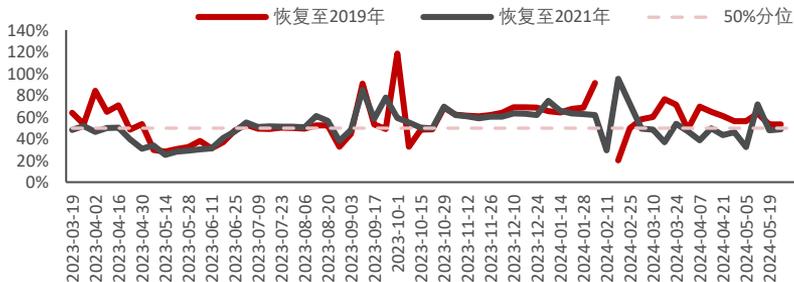
图表：2019-2024年新增招聘公司情况（个）



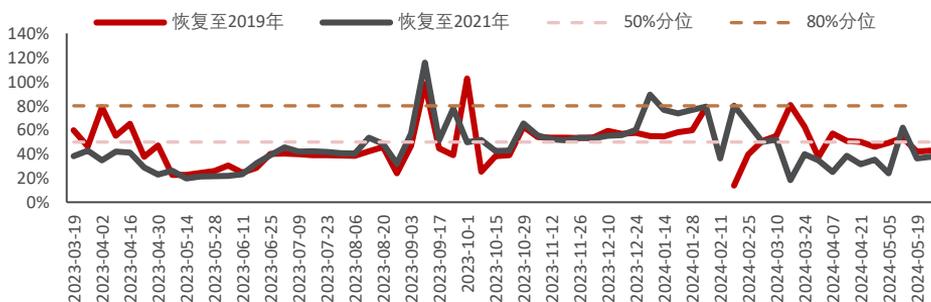
图表：2019-2024年新增招聘帖子情况（个）



图表：2019-2024 新增招聘公司恢复情况（%）



图表：2019-2024 新增招聘帖子恢复情况（%）



资料来源：Wind, Datayes, 民生证券研究院

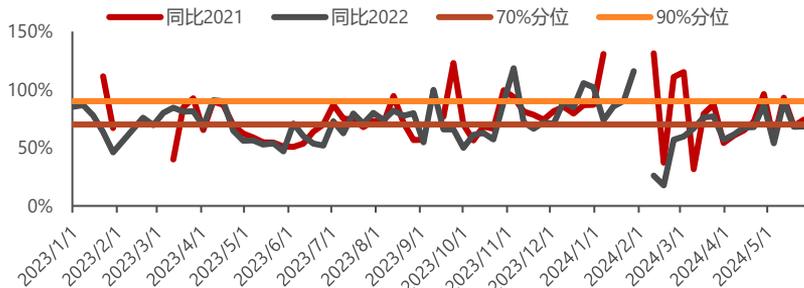
# 2.7

## 修复进行时，制造、医药、能源、消费领衔复苏

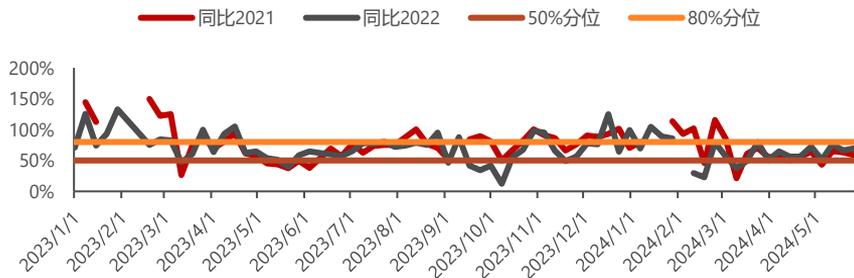
### 【恢复5成以上】

制造业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期80%/102%；  
 医药生物行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期71%/98%；  
 能源军工行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期68%/87%；  
 消费行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期67%/96%；

图表：制造业恢复情况（%）



图表：能源军工恢复情况（%）



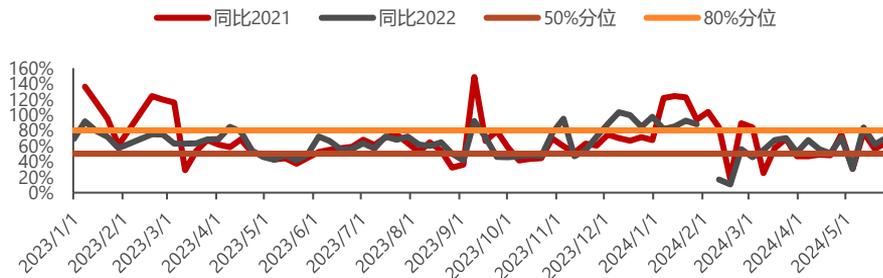
### 【恢复5成以下】

交通运输行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期45%/110%；  
 金融行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期39%/111%；  
 房地产行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期38%/88%；  
 计算机传媒行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期39%/85%；  
 农林牧渔行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期32%/86%。

图表：消费业恢复情况（%）



图表：医药恢复情况（%）

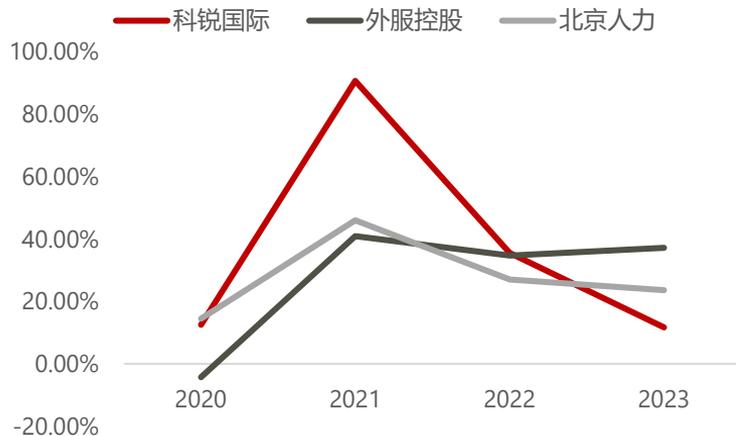


资料来源：Wind, Datayes, 民生证券研究院

## 2.7 灵活用工保持韧性增长，重视潜在政策拐点，长期好看渗透率提升

- **灵活用工近年来持续增长，看好明年经济修复下企业用工需求的释放带动其持续增长。**从头部的上市人力资源企业的灵活用工（外包&派遣）业务表现来看，公共卫生事件以来都呈现较高的增长。我们认为公共卫生事件加速企业对于灵活用工接受度的提升，有效降低企业的用工成本，23科锐国际/外服控股/北京人力外包增速为11.70%/37.11%/ 23.59 %。
- **重视潜在政策拐点。**近年来，人力资源相关法规出台力度加大。11月22日，第二届全国人力资源服务业发展大会召开，国务院总理李强对做好人力资源服务业发展工作作出重要批示。当前灵活用工行业发展依旧存在社保缴纳不规范等问题，我们认为在国家对人力资源行业重视度日益提升下，政策拐点渐近。
- **长期看好行业渗透率持续提升。**对比国内外来看，2021年欧美日的灵活用工渗透率在2%-3%之间，国内渗透率相对较低，在人口红利消退+失业率攀升+老龄化的背景下国内灵活用工渗透率有望持续提升。

图表：2020-2023H1人力资源公司灵活用工（外包）收入增速（%）



资料来源：人社部，中国政府网，Wind等，民生证券研究院

图表：用工政策规范化

实行时间	相关法规	具体内容	备注
2008年	《劳动合同法》	劳务派遣单位应与被派遣劳动者订立二年以上的固定期限劳动合同；用工单位不得将连续用工期限分割成数个短期劳务派遣协议。劳务派遣一般在临时、辅助或替代性岗位实施	规范劳动合同的同时，催生了不正规的“劳务派遣”雇佣方式
2013年	《劳动合同法（修正案）》	劳务派遣用工是补充形式，只能在临时性、辅助性或者替代性的工作岗位上实施。用工单位应当严格控制劳务派遣用工数量，不得超过其用工总量的一定比例	为遏制劳务派遣的非理性增长
2014年	《劳务派遣暂行规定》	用工单位应严格控制劳务派遣用工数量，使用的被派遣劳动者数不得超过用工总量的10%	限制劳务派遣数量
2016年	《营改增》实施	营改增后，服务商不再缴纳营业税，按照6%的税率缴纳增值税。对于用工单位，仍按照含税价款支付，但灵活用工提供商可为企业开具税率6%的增值税专用发票	用工单位可抵扣进项税额，节省税款支付
2019年	《国税地税征管体制改革方案》	基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险等社会保险费交由税务部门统一征收	社保入税，合规成本上升
2023年	《人力资源服务机构管理规定》	要求人力资源机构不得以欺诈、胁迫、诱导劳动者注册为个体工商户等方式，改变用人单位与劳动者的劳动关系，帮助用人单位规避用工主体责任。	规范灵活用工员工的劳动关系



- **1) 科锐国际：**受用工市场影响，23年公司猎头业务承压，对2023年全年业绩影响较大，灵活用工逆势增长，业务韧性较强。从24Q1来看，公司猎头业务同比有所改善，2024年我们预计公司内部降本增效叠加灵工业务增加以及猎头业务带来的修复弹性，公司业绩有望实现恢复性增长。我们预计2024-2026年公司归母净利润各2.64/3.48/4.61亿元，维持“推荐”评级。
- **2) 北京人力：**招聘行业自2023年年初以来相对较为低迷，行业压力较大，但公司在外部环境承压下依旧表现出色，彰显了公司稳健的经营能力，强化全年经营信心。随着招聘行业数据逐步回暖，我们认为人服行业景气度有望持续修复。我们预计2024-2026年公司归母净利润各9.59/11.01/12.33亿元，维持“推荐”评级。
- **3) 在线招聘平台：**我们认为招聘线上化率的提升仍有较大空间，从今年企业招聘情况来看，岗位有所分化，蓝领、城市服务业等下沉岗位的招聘需求相对旺盛，中高端岗位修复较慢，因此也造成线上平台不同岗位的招聘表现相对分化，看好明年经济修复下整体招聘的回暖，建议关注BOSS直聘、同道猎聘。
- **4) 风险提示：**宏观经济增速不及预期；大客户流失等。



## 2.8 免税：关注出入境修复带来的增量

## 离岛免税：客流修复态势符合预期，客单价受消费力影响年内走低，期待消费力修复

- 海南客流整体修复良好，海口客流增长优于三

亚。从客流上看，海南整体客流量修复良好，24年第一季度平均客流同比21/23年增长

47.53%/22.18%；24年1-5月海口美兰机场客流量平均日度数据同比21年/23年增长

44.64%/24.67%；24年第一季度三亚机场客流量平均月度数据同比21年/23年增长

24.60%/17.37%。

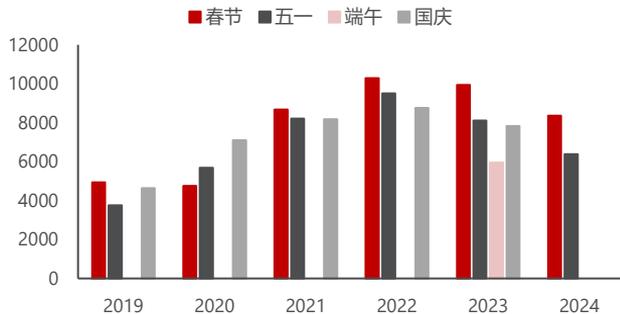
- 消费力年内走弱，客单价环比下降。24年节假日

离岛免税客单价逐步走弱，24春节和五一离岛免税客单价同比23年分别下滑15.86%/21.30%。

我们认为或受到以下多重因素影响：1) 居民消费力受损；2) 高净值人群出境分流影响。

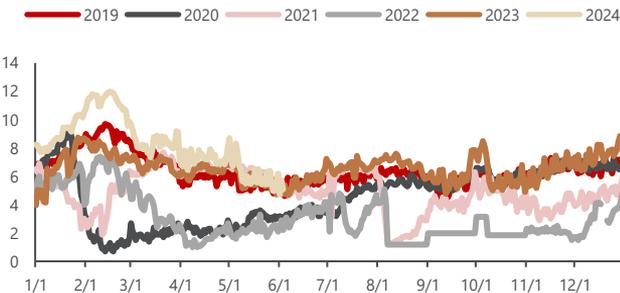
- 期待经济逐步回升带动消费力修复。

图表：2019-2024年各节日客单价（单位：元）



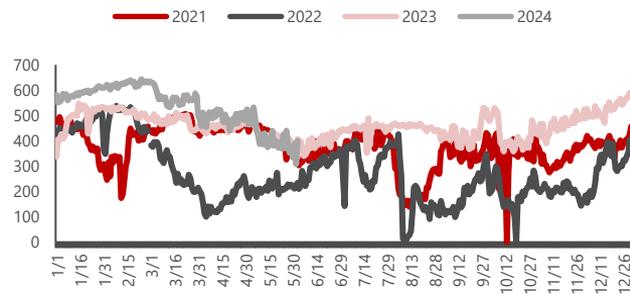
资料来源：海口海关、商务厅，民生证券研究院

图表：海口美兰机场客流量日度数据（单位：万人）



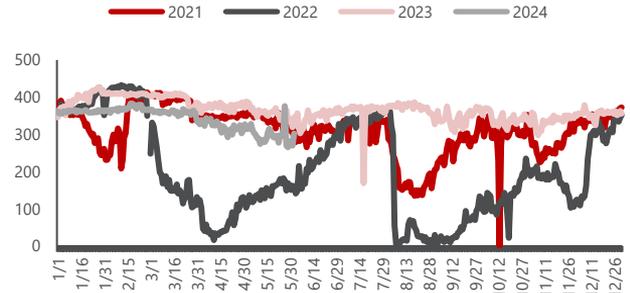
资料来源：海口美兰机场官方微博，民生证券研究院

图表：海口美兰机场执行航班周度数据（单位：趟）



资料来源：飞常准App，民生证券研究院

图表：三亚凤凰机场执行航班周度数据（单位：趟）



资料来源：飞常准App，民生证券研究院

- **出入境逐步放开。**2023年前三季度，文旅部先后公布了三批出境团队游国家名单，第一批名单包括泰国、新加坡、俄罗斯等；第二批名单包括法国、希腊、西班牙等国家，今年8月第三批名单出台，包括日本、韩国、美国、英国、德国等国家，出境团队游国家从20个、60个扩展至138个，目前出入境基本全面放开。11月我国继续扩大开放力度，放开6国免签范围。
- **考虑到出入境日益放松下，市内免税有望加速推出。我们认为：市内免税政策或将在免税额度、品类、面向群体和牌照方面进一步放宽：**
  - ✓ **在免税额度有望增加，品类有望日渐丰富。**为打造中国特色的市内免税店，未来有望增设商品销售区，开发免税专供特色国产商品，以提高国有免税品的市场份额。
  - ✓ **免税店类型方面，有望推出新型免税店。**服务对象将拓展至境外人士和我国出境居民。
  - ✓ **在牌照发放方面，未来市内免税市场有望增添新“玩家”。**在持续扩大内需的要求下，我们预计免税行业能在公共卫生事件后复苏，吸引更多企业加入市内免税版图。

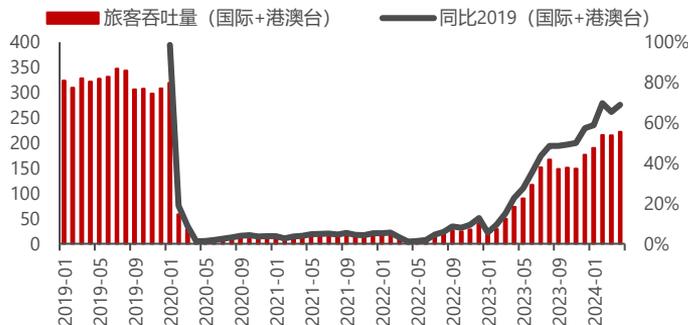
资料来源：财政部，商务海关总署，国家税务局，民生证券研究院

图表：地方市内免税规划政策梳理

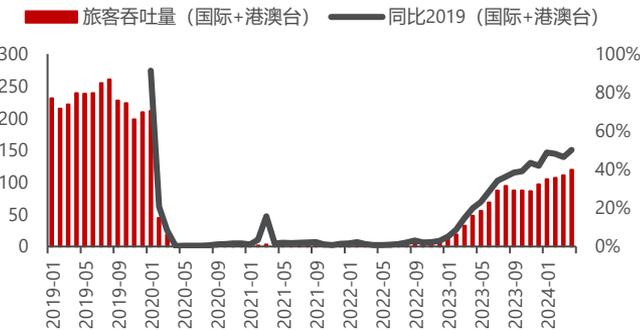
时间	发布方	出台文件	主要内容
2021年3月	广东省政府	《广东省2021年提振重点消费的若干措施》	加快建设具有地方特色的市内免税店
2021年9月	陕西省商务厅	《陕西省商务发展“十四五”规划》	加快西安市内免税店建设，对标日韩等经验发展高标准运营。
2022年1月	湖北省商务厅	《促进全省消费扩容升级三年行动方案（2021-2023年）》	积极申报建设进境和市内免税店等，创建国际消费城市
2022年2月	深圳市政府	《深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施》	推动建设具有深圳特色的市内免税店，引导境外消费回流。
2021年3月	深圳罗湖区	《罗湖区产业发展“十四五”规划》	筹划打造跨境消费中心，建设国贸免税、粤港澳大湾区免税城。推进市内免税政策，支持有条件的龙头企业申请免税经营资质，建设“两点三税五平台”。
2022年7月	湖南省发改委	《深入推进中国（湖南）自由贸易区改革创新的若干措施》	鼓励引进国内免税品经营资质企业，争取在自贸试验区设立特色市内免税店。
2022年9月	四川省商务厅	《关于加快培育“四川消费”品牌推进国际消费目的地建设的意见（征求意见稿）》	创新国际消费制度体系。加快发展免税经济，拓展离境退税和免税业务，支持成都创建市内免税店试点城市，布局设立一批市内免税店、口岸免税店、离境提货点。
2023年2月	湖南省政府	《关于打好经济增长主动仗实现经济运行整体好转的若干政策措施》	争取2023年在湖南开设免税店。
2023年4月	浙江省政府	《关于进一步扩大消费促进高质量发展若干举措》	鼓励浙江各地发展免税店业务，增设一批市内免税店、口岸免税店，2023年新增离境退税商店20家左右。

- **出入境客流逐步修复至2019年4-7成，带动免税收入增长。**机场免税主要是指免税商在机场开设免税商店，面向出入境客群销售免税商品，因此和出入境人群的修复高度各相关。机场国际客流恢复至2019年的4-7成：从目前机场国际及港澳台旅客修复情况来看，24年1-4月首都机场修复至2019年同期的48.77%，上海机场恢复至2019年同期65.69%。
- 从22年末放开以来，随着出入境逐步恢复，23年日上上海免税收入同比22年增23.99%，我们预计24年在租金减免协议以及出入境客流恢复下仍有恢复空间。

图表：上海机场国际+港澳台旅客吞吐量及修复情况（单位：万人次）



图表：首都机场国际+港澳台旅客吞吐量及修复情况（单位：万人次）



图表：2017-2023年日上上海&amp;日上中国收入及利润（单位：亿元）



资料来源：iFinD，上海机场/首都机场公司官网，民生证券研究院

## 2.8 口岸免税：珠免拟注入格力地产，关注免税资产价值重估机会

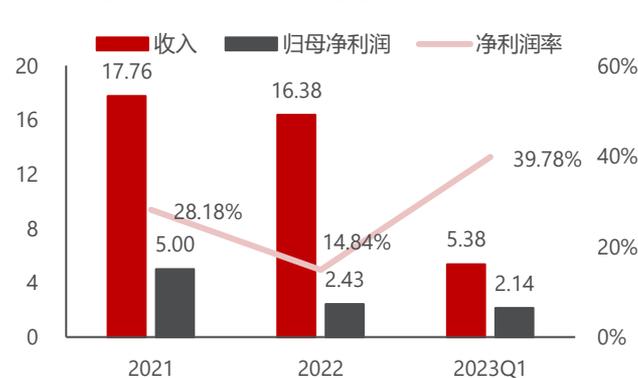
- 事件：**珠海市国资委、城建集团以其持有的免税集团珠免集团100%股权认购上市公司所发行股份并取得现金对价，其中股份发行价格为5.38元/股，对应价为73.31亿元，现金部分为13.47亿元。交易完成后，珠海市国资委对格力地产的持股比例将增至38.90%，成为公司控股股东，依旧保持实控人地位。
- 珠免：坐拥多个陆路及机场口岸免税店，横琴口岸免税店正式成立再下一城，布局粤港澳旅客出游。**珠免集团主要经营免税品销售业务，旗下拥有二十余个陆路口岸和机场口岸的出境免税店，覆盖珠海、香港、澳门、天津、海南、广西、内蒙古等城市，与三百余家世界顶级品牌保持着战略合作关系，销售免税品涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类，口岸免税业务销售体量居于全国第二位，占据东南亚地区口岸免税行业龙头地位。从区位优势来看，珠免集团位于粤港澳大湾区重要枢纽城市珠海，旗下免税商店所处口岸连接香港、澳门、深圳三大湾区中心城市，地理位置优越，能够持续享受粤港澳大湾区发展红利。12月6日，珠免新免税店正式开业，位于横琴口岸旅检大楼一层出境区域，面积3889平方米，以免税香烟、国际名酒为主营业务。横琴口岸是粤澳往来的重要通道，也是琴澳一体化的重要连接点，作为目前横琴唯一出境免税店，有望充分受益赴澳客流消费力，目前口岸年通关人流量已超900万人次。我们认为，依托珠海免税集团的成熟供应链体系，横琴出境免税店将进一步打开公司业绩增长点。未来，随着横琴半岛各类设施完成，有望构建横琴-澳门-香港一站式旅游目的地，从而进一步扩大客流基础，带动免税店销售额提升。
- 并购完成后，公司将以免税业务为主导，生物医药及房地产协同发展。**本次重组完成后，免税集团将成为格力地产全资子公司，免税集团的主营业务为免税品销售，公司主营业务为免税业务为主导的大消费产业、生物医药大健康产业以及房地产业，关注价值重估机会。

图表：并购前后格力地产股权结构情况

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑募集配套资金)	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
海投公司	847,339,780		847,339,780	
玖思投资	43,800	44.95	43,800	25.65
珠海市国资委	-	-	1,283,955,390	38.90
城建集团	-	-	133,501,858	4.04
其他社会股东	1,037,622,215	55.05	1,037,622,215	31.41
<b>合计</b>	<b>1,885,005,795</b>	<b>100.00</b>	<b>3,303,463,043</b>	<b>100.00</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：珠免2021-2023Q1收入和利润表现 (亿元/%)



## 2.8 个股观点：把握市内免税政策增量，推荐关注国际航线恢复对机场免税租金及航空业务贡献

### ■ 把握市内免税政策增量，期待国人整体消费力修复

- **1) 中国中免：**新租金协议有望降低公司机场租金费用，出入境客流修复有望带动口岸免税收入，增收降费下我们认为公司口岸免税业务后续将贡献业绩弹性；市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。此外，公司实控人为国务院国资委，隶属央企，长期看公司未来市值表现将和企业负责人考核挂钩，经营效益有望提升。我们预计公司24-26年归母净利润分别为78.72、95.48、111.29亿元，维持“推荐”评级。
  - **2) 王府井：**全年来看公司有税整体呈现复苏态势，奥莱/购物中心增长相对韧性，未来有望持续带动公司有税增长；免税方面，公司万宁离岛免税项目于2023年4月8日正式营业，未来有望逐步释放盈利能力。此外，随着出入境逐步放开，市内免税相关政策有望加速推出，打开公司在市内免税和机场免税部分增量空间。我们预计24-26年公司归母净利润分别为10.43/13.25/15.80亿元，维持“推荐”评级。
  - **关注出入境修复对机场航空业务及非航业务的拉动**
  - **机场：**目前国内航线恢复较好，带动机场收入及利润有所恢复，但国际航线仍有较大恢复，随着第三批出境团队旅游目的地放开，国际客流修复趋势确定性较强，有望带动机场航空性业务及免税业务的增长，建议关注白云机场、上海机场、首都机场、深圳机场、海南机场。
- **风险提示：**客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足

### 03. 盈利预测



图表：盈利预测与核心标估值表

板块	证券简称	总市值 (亿元)	证券代码	最新 收盘价	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			EPS			PE			个股评级
					23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	
免税	中国中免	1,411.88	601888.SH	69.28	675.40	733.00	830.00	67.14	78.72	95.48	3.25	3.61	4.62	21	18	15	推荐
	王府井	144.72	600859.SH	12.75	122.24	135.03	154.06	7.09	10.43	13.25	0.62	0.92	1.17	20	14	11	推荐
人服	科锐国际	38.10	300662.SZ	19.36	97.79	121.20	148.48	2.01	2.64	3.48	1.02	1.34	1.77	19	14	11	推荐
	北京人力	105.86	600861.SH	18.70	383.12	469.32	558.66	5.48	9.59	11.01	1.08	1.69	1.95	19	11	10	推荐
会票	米奥会展	46.30	300795.SZ	20.18	8.35	10.66	13.33	1.88	2.65	3.44	1.24	1.73	2.25	25	17	13	推荐
	行动教育	54.13	605098.SH	45.84	6.72	8.07	9.77	2.19	2.85	3.65	1.86	2.42	3.09	25	19	15	推荐
教育	传智教育	37.19	003032.SZ	9.24	5.34	5.85	6.44	0.16	1.10	1.42	0.04	0.27	0.35	238	34	26	推荐
	学大教育	78.36	000526.SZ	64.16	22.13	27.73	33.77	1.54	2.48	3.35	1.26	2.03	2.74	51	32	23	-
酒店	科德教育	34.46	300192.SZ	10.47	7.71	8.92	10.44	1.39	1.64	2.05	0.42	0.50	0.62	25	21	17	-
	中国东方教育	45.76	0667.HK	2.10	39.79	44.45	49.43	2.73	4.13	5.06	0.13	0.29	0.39	17	11	9	推荐
酒店	君亭酒店	37.86	301073.SZ	19.47	5.34	8.88	11.04	0.31	1.26	1.96	0.16	0.65	1.01	124	30	19	推荐
	锦江酒店	259.76	600754.SH	26.70	146.49	164.10	180.84	10.02	17.46	19.19	0.94	1.63	1.79	26	15	14	推荐
酒店	首旅酒店	156.44	600258.SH	14.01	77.93	86.02	91.48	7.95	10.17	11.38	0.71	0.91	1.02	20	15	14	推荐
	金陵饭店	25.04	601007.SH	6.42	18.12	21.34	24.57	0.60	1.03	1.23	0.15	0.26	0.32	42	24	20	推荐
酒店	华住集团	857.20	1179.HK	26.70	218.82	233.96	248.74	40.85	43.89	49.55	1.25	1.34	1.52	21	20	17	推荐
	广州酒家	95.61	603043.SH	16.81	49.01	58.70	68.93	5.50	8.43	10.13	0.97	1.48	1.78	17	11	9	推荐
餐饮	九毛九	64.21	9922.HK	4.47	59.86	75.87	91.66	4.53	5.78	7.24	0.31	0.62	0.90	14	11	9	推荐
	瑞幸咖啡	17.05	0520.HK	1.57	59.18	84.67	103.37	-1.99	4.02	6.84	-0.18	0.37	0.63	-9	4	2	推荐
餐饮	海伦司	32.90	9869.HK	2.60	12.09	11.37	19.72	1.81	2.26	2.89	-1.46	0.21	0.32	18	15	11	推荐
	奈雪的茶	40.48	2150.HK	2.36	51.64	61.53	71.53	0.13	1.76	3.02	0.01	0.19	0.29	306	23	13	推荐
餐饮	同庆楼	60.32	605108.SH	23.20	24.01	30.14	36.17	3.04	4.12	5.38	1.17	1.59	2.07	20	15	11	推荐
	海底捞	920.80	6862.HK	16.52	414.54	469.79	511.91	44.99	51.41	58.41	0.83	0.92	1.05	20	18	16	推荐
休闲景区	宋城演艺	238.46	300144.SZ	9.10	19.26	27.29	31.82	-1.10	13.27	15.92	-0.04	0.51	0.61	—	18	15	推荐
	天目湖	30.34	603136.SH	11.23	6.30	7.03	8.11	1.47	1.68	2.02	0.79	0.90	1.08	21	18	15	推荐
休闲景区	长白山	59.92	603099.SH	22.47	6.20	7.55	8.91	1.38	2.16	2.71	0.52	0.81	1.02	43	28	22	推荐
	中青旅	73.04	600138.SH	10.09	96.35	125.03	135.58	1.94	4.66	5.58	0.27	0.64	0.77	38	16	13	推荐
休闲景区	同程旅行	380.60	0780.HK	16.72	118.96	177.11	212.39	15.54	23.69	29.26	—	0.91	1.20	24	16	13	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，股价为6月14日收盘价，港股收盘价单位为港币，学大教育、科德教育采用WIND一致预期

## 04. 风险提示

- **宏观经济增速不及预期风险：**如宏观经济增速低于预期，将影响市场出行需求，拖慢酒店业复苏节奏，同时将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。
- **出入境恢复不及预期风险：**尽管出入境政策当前总体呈现较为清晰地放开路径，但后续真实的需求情况仍存在不确定性，或影响相关公司经营数据及营收兑现。
- **龙头扩张/项目推进不及预期：**当前国内酒店/餐饮/茶饮/酒馆等线下消费龙头均借后公共卫生事件时代行业出清的机会窗口，发力扩张，这其中亦包括景区龙头推进新项目开发，但由于公司本身经营管理，拓店/项目开发进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。
- **政策环境改变风险：**免税/职教/灵工行业的高景气一定程度上有赖于政策环境的利好，后续政策政策环境变化，包括支持弱化/转向将对行业发展带来不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**在市场格局尚未完全稳固的茶饮/酒馆/咖啡等线下消费新业态，新进入者有可能影响当前市场格局，侵蚀龙头市场份额。

# THANKS 致谢

## 民生商社研究团队：



**分析师 刘文正**

执业证号：S0100521100009

邮件：liuwenzheng@mszq.com



**分析师 饶临风**

执业证号：S0100522120002

邮件：raolinfeng@mszq.com



**研究助理 邓奕辰**

执业证号：S0100121120048

邮件：dengyichen@mszq.com



**研究助理 周诗琪**

执业证号：S0100122070030

邮件：zhoushiqi@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。