

➤ **社服板块 24H1 收入增长但利润略降，24Q2 收入利润承压。**社服板块 24H1 收入 1174.30 亿元/yoy+4.95%，归母净利润为 72.75 亿元/yoy-0.39%，归母净利润较 23 年同期略降；社服板块 24Q2 收入及利润均有下滑，收入为 577.26 亿元/yoy-11.62%，归母净利润为 34.86 亿元/yoy-13.31%。

➤ **从细分板块来看，2024 年上半年出行子板块表现分化，K12 培训/出境游/人服板块表现亮眼。**24H1，除旅游零售（免税）、休闲综合、高等及职业教育、服务综合外其余三级子行业均保持收入增长，利润表现不一；细拆关键板块，**景区行业** 24H1 收入 100.16 亿元/同比+8.37%，归母净利润 10.38 亿元/同比-8.79%；24Q2 收入 55.29 亿元/同比+1.08%，归母净利润 6.40 亿元/同比-23.90%，24H1/24Q2 收入实现同增但归母净利润同比减少，整体呈现增收不增利特点。从各标的情况来看主要因素包括免票政策高频率实施、折旧/职工薪酬成本增加、价格战导致净利率收窄、财务费用支出变动等，行业整体景气度处上行阶段，但成本结构把控上仍需改善；**酒店行业** 24H1 收入 121.66 亿元/同比+2.87%，归母净利润 11.63 亿元/同比+49.11%，24Q2 收入 62.59 亿元/同比-4.28%，归母净利润 8.88 亿元/同比+47.33%，归母净利润增加主要是锦江酒店出售资产的投资收益所致；**旅游服务（出境游）行业** 24H1 收入 48.64 亿元/同比+114.17%，24Q2 收入 27.77 亿元/同比+75.80%，24H1/24Q2 归母净利润均扭亏为盈，主要受益于出境游行业整体恢复度提升；**旅游零售（免税）行业** 24H1 收入 312.65 亿元/同比-12.81%，归母净利润 32.83 亿元/同比-15.07%，24Q2 收入 124.58 亿元/同比-17.44%，归母净利润 9.76 亿元/同比-37.60%，业绩仍处短期承压态势，可能是当前环境下出入境分流影响离岛免税销售叠加宏观因素影响整体消费力所致；**餐饮行业** 24H1 收入 23.74 亿元/同比+5.94%，归母净利润 0.22 亿元/同比-35.58%，24Q2 收入 11.12 亿元/同比-4.40%，归母净利润-0.15 亿元/同比-208.92%，24H1 营收增长但归母净利润下滑，24Q2 营收下滑/归母净利润处亏损状态，主要是 A 股餐饮中高权重的同庆楼/广州酒家当前均处业务扩张状态，新酒店/门店尚处爬坡阶段导致利润短期承压；**教育板块表现分化，K12 培训板块** 24H1 收入 27.77 亿元/同比+26.09%，归母净利润 1.85 亿元/同比+47.06%；24Q2 收入 14.90 亿元/同比+20.57%，归母净利润 0.89 亿元/同比扭亏为盈，K12 培训板块 24Q2 实现收入利润双增，验证教培产业景气度和供需逻辑。**职教板块** 24H1 收入 20.06 亿元/同比-12.69%，归母净利润 2.56 亿元/同比+38.75%；24Q2 收入 10.36 亿元/同比-10.88%，归母净利润 1.50 亿元/同比+2.53%，其中行动教育稳健增长，中国东方教育降本增效效果显著，传智教育相对承压，公考龙头华图山鼎收款稳健、业绩受费率影响波动大。整体看，教培行业依旧是逻辑较强的主线，建议关注，此外关注优质职教个股。**人力资源板块** 24H1 收入 379.50 亿元/同比+14.50%，归母净利润 6.54 亿元/同比+8.84%，24Q2 收入 193.89 亿元/同比-24.31%，归母净利润 4.39 亿元/同比-6.19%，龙头企业的外包业务均实现增长带动收入提升，但各自顺周期业务如猎头/人事管理业务相对承压影响公司利润表现，此外跨区域布局的公司还受到境外业务表现影响。

➤ **投资建议：**1) 推荐基本面扎实的景区标的**长白山、九华旅游、宋城演艺**，建议关注**天目湖、众信旅游、黄山旅游、峨眉山 A、三峡旅游**。2) 推荐扎根下沉市场客群、旅游业务发展迅速的 OTA 龙头**同程旅行**。3) 教育板块景气度上行，推荐**华图山鼎、中国东方教育、行动教育**，建议关注**豆神教育、学大教育、凯文教育**。4) 海南离岛免税客流超预期，重点推荐**中国中免、王府井**；5) 酒店估值回调较多，核心标的估值处于历史较低位置，重点推荐**锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、华住集团、金陵饭店**，建议关注**美股亚朵集团**；6) 人服主线重点推荐商业模式存在防御属性的**北京人力**，建议关注**科锐国际、外服控股**；7) 推荐外展业务高景气、成长空间较大的**米奥会展**，建议关注**兰生股份**。8) 推荐疫后同店有望修复、成长性基本面较强、新品牌&新业态正在孵化的**海伦司、海底捞、同庆楼、广州酒家**，建议关注餐饮龙头**九毛九、奈雪的茶、呷哺呷哺**。

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险等。

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

分析师 邓奕辰

执业证书：S0100524050001

邮箱：dengyichen@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 1.社服周观点：《关于完善市场准入制度的意见》发布，有序放宽服务业准入限制-2024/08/25
- 2.社服周观点：星巴克 CEO 变动，关注公司后续在四方向上的战略举措-2024/08/19
- 3.社服周观点：国务院新闻发布会召开，扩大服务业开放及优质服务供给-2024/08/11
- 4.社服周观点：促进服务消费高质量发展意见发布，社服行业有望获长期发展驱动-2024/08/05
- 5.社服周观点：“免签+奥运赛事”拉动暑期出境游热情，关注出境游景气度提升-2024/07/28

目录

| | |
|--|-----------|
| 1 2024 年中报总结：社服板块 24H1 收入增长但利润略降，K12 培训/出境游/人服行业表现亮眼 | 3 |
| 2 旅游景区行业：季度旅游人次/收入首次超越 19 年同期，23H1 客流高基数导致各景区标的 24H1 业绩表现不一 | 5 |
| 2.1 行业总览 | 5 |
| 2.2 个股表现 | 7 |
| 3 餐饮行业：24H1 行业恢复态势良好但上市个股表现不佳，茶饮行业低线城市持续跑马圈地 | 10 |
| 3.1 行业总览 | 10 |
| 3.2 个股表现 | 12 |
| 4 免税行业：口岸免税恢复向好，离岛免税承压 | 15 |
| 4.1 行业概况 | 15 |
| 4.2 个股表现 | 16 |
| 5 人服行业：灵活用工业务稳步增长，龙头加大外延布局 | 19 |
| 5.1 行业概况 | 19 |
| 5.2 个股财务表现 | 20 |
| 6 教育行业：K12 培训板块收入利润双增，职教板块表现分化 | 23 |
| 6.1 行业概况 | 23 |
| 6.2 个股表现 | 24 |
| 7 酒店行业：景气度承压开始显现，龙头逆势拓店 | 28 |
| 7.1 行业概况 | 28 |
| 7.2 个股表现 | 30 |
| 8 行业重点公司盈利预测及估值 | 33 |
| 9 投资建议 | 34 |
| 10 风险提示 | 35 |
| 插图目录 | 36 |
| 表格目录 | 36 |

1 2024 年中报总结：社服板块 24H1 收入增长但 利润略降，K12 培训/出境游/人服行业表现亮眼

社服板块 24H1 收入 1174.30 亿元/yoy+4.95%，归母净利润为 72.75 亿元/yoy-0.39%，归母净利润较 23 年同期略降；社服板块 24Q2 收入及利润均有下滑，收入为 577.26 亿元/yoy-11.62%，归母净利润为 34.86 亿元/yoy-13.31%。

从细分板块来看，2024 年上半年出行子板块表现分化，K12 培训/出境游/人服板块表现亮眼。2024 年上半年，除旅游零售（免税）、休闲综合、高等及职业教育、服务综合外其余三级子行业均保持收入增长，利润表现不一；细拆关键板块，**景区行业** 24H1 收入 100.16 亿元/同比+8.37%，归母净利润 10.38 亿元/同比-8.79%；24Q2 收入 55.29 亿元/同比+1.08%，归母净利润 6.40 亿元/同比-23.90%，24H1/24Q2 收入实现同增但归母净利润同比减少，整体呈现增收不增利特点。从各标的情况来看主要因素包括免票政策高频率实施、折旧/职工薪酬成本增加、价格战导致净利率收窄、财务费用支出变动等，行业整体景气度处上行阶段，但成本结构把控上仍需改善；**酒店行业** 24H1 收入 121.66 亿元/同比+2.87%，归母净利润 11.63 亿元/同比 49.11%，24Q2 收入 62.59 亿元/同比-4.28%，归母净利润 8.88 亿元/同比+47.33%，归母净利润增加主要是锦江酒店出售资产的投资收益所致；**旅游服务（出境游）行业** 24H1 收入 48.64 亿元/同比+114.17%，24Q2 收入 27.77 亿元/同比+75.80%，24H1/24Q2 归母净利润均扭亏为盈，主要受益于出境游行业整体恢复度提升；**旅游零售（免税）行业** 24H1 收入 312.65 亿元/同比-12.81%，归母净利润 32.83 亿元/同比-15.07%，24Q2 收入 124.58 亿元/同比-17.44%，归母净利润 9.76 亿元/同比-37.60%，业绩仍处短期承压态势，可能是当前环境下出入境分流影响离岛免税销售叠加宏观因素影响整体消费力所致；**餐饮行业** 24H1 收入 23.74 亿元/同比+5.94%，归母净利润 0.22 亿元/同比-35.58%，24Q2 收入 11.12 亿元/同比-4.40%，归母净利润-0.15 亿元/同比-208.92%，24H1 营收增长但归母净利润下滑，24Q2 营收下滑/归母净利润处亏损状态，主要是 A 股餐饮中高权重的同庆楼/广州酒家当前均处业务扩张状态，新酒店/门店尚处爬坡阶段导致利润短期承压；**教育板块表现分化**，K12 培训板块 24H1 收入 27.77 亿元/同比+26.09%，归母净利润 1.85 亿元/同比+47.06%；24Q2 收入 14.90 亿元/同比+20.57%，归母净利润 0.89 亿元/同比扭亏为盈，K12 培训板块 24Q2 实现收入利润双增，验证教培产业景气度和供需逻辑。职教板块 24H1 收入 20.06 亿元/同比-12.69%，归母净利润 2.56 亿元/同比+38.75%；24Q2 收入 10.36 亿元/同比-10.88%，归母净利润 1.50 亿元/同比+2.53%，其中行动教育稳健增长，中国东方教育降本增效效果显著，传智教育相对承压，公考龙头华图山鼎收款稳健、业绩受费率影响波动大。整体看，教培行业依旧是逻辑较强的主线，建议关注，此外关注优质职教个股。**人力资源板块** 24H1 收入 379.50 亿元/同比+14.50%，归母净利润 6.54 亿元/同比+8.84%，24Q2 收入 193.89 亿元/同比-24.31%，归母净利润 4.39 亿元/同比-6.19%，龙头企业的外包业务均实现增长带动收入提升，但各自顺周期业务如猎头/人事管理业务相对承压影响公司利润表现，此外跨区域布局的公司还受到境外业务表现影响。

表 1：24 年上半年社服板块营收/归母净利润增速明细

| 二级细分板块 | 三级细分板块 | 收入/亿元 | 收入同比 23 年增速 | 归母净利润/亿元 | 归母净利润同比 23 年增速 |
|--------|------------|--------|-------------|----------|----------------|
| 旅游及休闲 | 景区 | 100.16 | 8.37% | 10.38 | -8.79% |
| | 旅游服务 | 48.64 | 114.17% | 0.95 | 扭亏为盈 |
| | 旅游零售 | 312.65 | -12.81% | 32.83 | -15.07% |
| | 休闲综合 | 7.53 | -1.16% | -1.27 | 亏损扩大 |
| 酒店及餐饮 | 酒店 | 121.66 | 2.87% | 11.63 | 49.11% |
| | 餐饮 | 23.74 | 5.94% | 0.22 | -35.58% |
| 教育 | K12 基础教育 | 1.52 | 18.92% | -0.10 | 亏损收窄 |
| | K12 培训 | 27.77 | 26.09% | 1.85 | 47.06% |
| | 高等及职业教育 | 20.06 | -12.69% | 2.56 | 38.75% |
| | 教育信息化及在线教育 | 110.58 | 12.63% | 4.99 | -25.56% |
| 综合服务 | 人力资源服务 | 379.50 | 14.50% | 6.54 | 8.84% |
| | 服务综合 | 20.48 | -2.60% | 1.05 | -0.13 |

资料来源：Ifind，民生证券研究院

表 2：24 年 Q2 社服板块营收/归母净利润增速明细

| 二级细分板块 | 三级细分板块 | 收入/亿元 | 收入同比 23 年增速 | 归母净利润/亿元 | 归母净利润同比 23 年增速 |
|--------|------------|--------|-------------|----------|----------------|
| 旅游及休闲 | 景区 | 55.29 | 1.08% | 6.40 | -23.90% |
| | 旅游服务 | 27.77 | 75.80% | 0.57 | 扭亏为盈 |
| | 旅游零售 | 124.58 | -17.44% | 9.76 | -37.60% |
| | 休闲综合 | 3.74 | -4.33% | -0.61 | 亏损扩大 |
| 酒店及餐饮 | 酒店 | 62.59 | -4.28% | 8.88 | 47.33% |
| | 餐饮 | 11.12 | -4.40% | -0.15 | -208.92% |
| 教育 | K12 基础教育 | 0.75 | 25.76% | -0.06 | 亏损收窄 |
| | K12 培训 | 14.90 | 20.57% | 0.89 | 扭亏 |
| | 高等及职业教育 | 10.36 | -10.88% | 1.50 | 2.53% |
| | 教育信息化及在线教育 | 60.93 | 12.18% | 3.22 | -19.49% |
| 综合服务 | 人力资源服务 | 193.89 | -25.31% | 4.39 | -6.19% |
| | 服务综合 | 11.34 | -8.18% | 0.07 | -94.17% |

资料来源：Ifind，民生证券研究院

2 旅游景区行业：季度旅游人次/收入首次超越 19

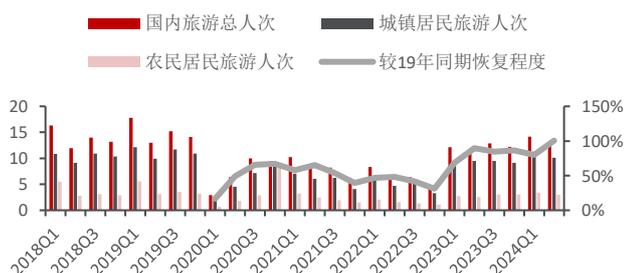
年同期，23H1 客流高基数导致各景区标的 24H1

业绩表现不一

2.1 行业总览

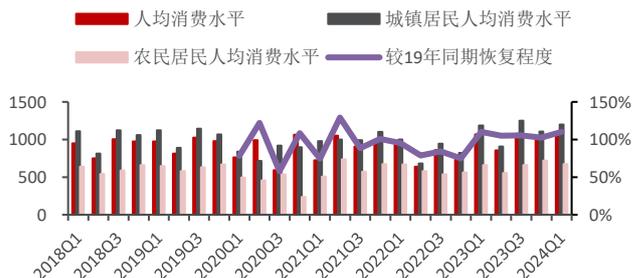
24Q2 国内旅游人次 13.06 亿元/同比+11.8%，恢复至 19 年同期 100.46%，其中城镇居民旅游人次/农村居民旅游人次分别恢复至 19 年同期的 102.02%/95.79%；国内旅游收入 1.21 万亿/同比-20.39%，恢复至 19 年同期的 114.39%，其中城镇居民旅游收入/农村居民旅游收入分别恢复至 19 年同期的 116.12%/105.91%；国内旅游人均消费 926 元/恢复至 19 年同期的 113.86%，其中城镇居民人均消费/农村居民人均消费分别恢复至 19 年同期的 113.82%/110.57%。24Q2 季度旅游人次/季度旅游收入自 20 年以来首次恢复并超越 19 年同期水平，且 24Q2 国内旅游人均消费较 19 年同期恢复水平达 113.86%，环比 24Q1+3.72pcts。但从五一/端午表现来看，五一/端午日均旅游人次恢复至 19 年同期 128.20%/114.61%，日均旅游收入恢复至 19 年同期 113.50%/102.59%，人均旅游消费恢复至 19 年同期的 88.53%/89.52%，旅游人次较 19 年同期增长速度超越旅游收入增长速度，导致五一/端午人均消费低于 19 年同期水平。单从季度旅游数据表现来看，24Q2 旅游行业景气度上行明显，季度旅游人次/旅游收入均较 19 年同期有显著上行且季度人均消费超越 19 年同期，与之前季度旅游人次/旅游收入均未恢复 19 年同期但人均消费超越 19 年同期的趋势相异，我们认为主要是 23 年二季度客流基数较低及 24 年旅游活动及旅游热点带来的客流增长所致，没有暑期/冰雪游/春节等旅游高热时段催化的二季度是旅游行业传统客流淡季，但旅游行业逐步对接线上宣传渠道使旅游热点出现频率、传播能力、拉动旅游需求能力增强，二季度天水麻辣烫、“成都迪士尼”、《我的阿勒泰》电视剧等旅游热点频出对旅游热点产生良好带动效果。从季度旅游数据和节假日旅游数据表现对比来看，季度旅游人次/旅游收入恢复度超越 19 年同期且季度人均消费超越 19 年同期，节假日旅游人次/旅游收入恢复度超越 19 年同期但人均消费恢复不足 19 年同期，我们认为主要原因是当前环境下服务类消费供给在节假日无法满足高需求量所致，一方面单个景区/城市可提供的服务供给量有限，节假日客流量居于高位时难以提供可匹配的服务以保证景区内客均二次消费稳定；另一方面景区/城市客流量接近爆满情况下，越来越多消费者在节假日出行时偏向选择小众旅游目的地，而小众旅游目的地相对较低的旅游成本使人均消费水平下行，此节假日趋势预计在短中期持续，随《促消费服务意见》指导供给端扩容、小众旅游目的地业态逐步完善，节假日人均消费或将恢复并超越 19 年同期。

图 1：国内旅游人次季度数据（单位：亿人次）

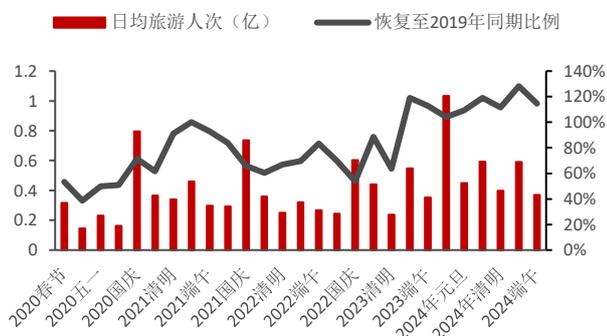


资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

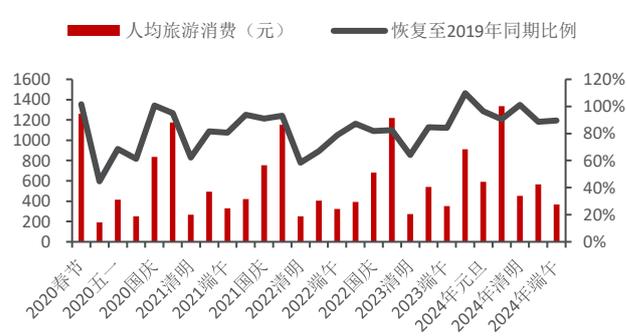
图 2：国内旅游人均消费水平季度数据（单位：元）



资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

图 3：国内节假日日均旅游人次数据（单位：亿人次）


资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

图 4：国内节假日人均旅游消费数据（单位：元）


资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

聚焦 24H1/24Q2 细分标的表现，受 24H1/24Q2 旅游景区高景气带来的高收入基数影响，上市公司收入表现不一，单 24H1 来看黄山旅游、张家界、丽江股份收入同比略有下行，国旅联合、西安旅游、三特索道、天目湖业绩同比下滑幅度较大，其余景区收入表现均有上行。结合 24H1、24Q2 归母净利润表现来看，聚焦部分景区表现：**黄山旅游**营业收入略减情况下归母净利润下滑幅度较大，可能是本年度应用周三免票政策所致；**中青旅**出现增收不增利情况，从半年报表述来看，主要是本年度折旧、职工薪酬成本增加所致，公司乌镇景区上半年实现营收/归母净利润双增；**九华旅游**营收/归母净利润均实现同比略增但增长幅度低于市场预期，主要是一季度雨雪天气影响所致；**宋城演艺**营收/归母净利润实现双增，受益于 1) 新开的广东千古情景区、上海千古情景区；2) 23 年 3 月前张家界、九寨沟、杭州项目未开业导致的 23H1 低基数；两大因素影响。**长白山**营收/归母净利润实现双增，是冰雪游促进下 1-2 月客流大幅提升所致。**三特索道**营收小幅下降但归母净利润大幅提升，主要是降本增效带来的运营结构优化，24H1 公司销售费用/管理费用/财务费用分别同比下降 6.50%/21.30%/96.27%，此外公司负债率已达 22.46%，为历史最低值。**峨眉山 A** 客流与去年同期基本持平情况下营收实现略增，利润下滑主要是利息收入减少带来的财务费用变动影响。**丽江股份**营收变化较小但归母净利润下滑幅度较大，主要是酒店服务/印象演出毛利率下滑所致。**众信旅游**作为出境游龙头经营架构持续展开，随出境游行业恢复、航班量增加，业务逐步复苏，叠加 24H1 可进行出境游的旅游目的地国家较少带来的低基数，24H1 实现营收/归母净利润双增。**天目湖**营收/利润均有下滑，可能是当前旅游风向对周边游景区利好较少所致。

展望后续发展，我们关注 1) **索道缆车为主营业务且有内外部交通优化逻辑的景区**：以索道/缆车为主盈利点、景区知名度较高、周边及景区内交通持续优化改善景区的长期成长能力的景区，这类景区索道/缆车通常卡位景区内关键交通节点，索道缆车消费对多日游客群及观光游览为主的客群而言属偏硬性需求，在宏观环境优化、客流需求充足情况下更具发展潜力；2) **具备长期高热度潜力的景区**：寺庙游/冰雪游两大旅游形式受年轻群体偏好、可拓展业务丰富、供给充足，看好相关标的长期热度维持。

表 3：旅游行业 24 年半年度/24 年二季度的收入/归母净利润情况（单位：亿元）

| 证券代码 | 证券简称 | 2024H1 | | | | 2024Q2 | | | |
|-----------|--------|--------|---------|-------|-----------|--------|---------|-------|-----------|
| | | 收入 | YoY | 归母净利润 | YoY | 收入 | YoY | 归母净利润 | YoY |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 8.34 | -0.39% | 1.32 | -34.10% | 4.98 | -0.36% | 1.06 | -21.49% |
| 600138.SH | 中青旅 | 43.51 | 4.12% | 0.73 | -31.84% | 24.28 | -3.66% | 1.02 | -8.72% |
| 600358.SH | 国旅联合 | 2.00 | -16.03% | -0.17 | -462.30% | 0.77 | -30.23% | -0.13 | -317.89% |
| 600593.SH | 大连圣亚 | 2.01 | 10.29% | 0.12 | -36.47% | 1.09 | -2.96% | 0.11 | -37.09% |
| 600706.SH | 曲江文旅 | 7.70 | 11.90% | -1.87 | -1548.29% | 3.69 | 2.10% | -1.89 | -5091.16% |
| 600749.SH | 西藏旅游 | 0.92 | 1.15% | -0.03 | -186.66% | 0.69 | 5.42% | 0.17 | 47.87% |
| 603099.SH | 长白山 | 2.54 | 51.73% | 0.21 | 71.70% | 1.27 | 29.02% | 0.10 | -36.95% |
| 603136.SH | 天目湖 | 2.63 | -6.93% | 0.53 | -15.81% | 1.57 | -3.68% | 0.42 | -3.86% |
| 603199.SH | 九华旅游 | 3.95 | 3.92% | 1.14 | 2.65% | 2.15 | 14.17% | 0.62 | 25.70% |
| 000430.SZ | 张家界 | 1.74 | -2.87% | -0.61 | 亏损扩大 | 1.15 | 0.25% | -0.15 | 亏损扩大 |
| 000524.SZ | 岭南控股 | 19.26 | 53.98% | 0.40 | 45.68% | 10.24 | 32.39% | 0.16 | -15.68% |
| 000610.SZ | 西安旅游 | 2.52 | -10.03% | -0.64 | 26.68% | 1.21 | -13.91% | -0.34 | 亏损扩大 |
| 000796.SZ | *ST 凯撒 | 3.21 | 40.79% | -0.17 | 亏损扩大 | 1.60 | 5.87% | -0.03 | 亏损减小 |
| 000888.SZ | 峨眉山 A | 5.08 | 3.34% | 1.33 | -8.93% | 2.55 | 0.26% | 0.58 | -22.90% |
| 000978.SZ | 桂林旅游 | 1.96 | 0.08% | -0.16 | -2259.72% | 1.08 | -2.34% | -0.04 | -128.88% |
| 002033.SZ | 丽江股份 | 3.85 | -1.93% | 1.12 | -7.22% | 2.05 | -3.52% | 0.56 | -14.20% |
| 002059.SZ | 云南旅游 | 3.01 | 23.61% | -0.46 | 亏损减小 | 1.75 | 26.05% | -0.14 | 亏损减小 |
| 002159.SZ | 三特索道 | 3.11 | -8.35% | 0.76 | 49.95% | 1.70 | -5.66% | 0.43 | 91.77% |
| 002707.SZ | 众信旅游 | 26.17 | 230.25% | 0.72 | 扭亏为盈 | 15.92 | 143.25% | 0.44 | 1369.27% |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 11.77 | 59.00% | 5.50 | 81.75% | 6.18 | 22.07% | 2.99 | 23.17% |
| 300859.SZ | *ST 西域 | 1.04 | 9.14% | 0.29 | -4.38% | 0.87 | 4.36% | 0.41 | -5.40% |

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院

2.2 个股表现

长白山：营业收入/利润表现：24Q2，公司营业收入 1.27 亿元/同比+29.02%；归母净利润 0.10 亿元/同比-36.97%；扣非归母净利润 0.15 亿元/同比-2.09%。24H1，公司营业收入 2.54 亿元/同比+51.73%；归母净利润 0.21 亿元/同比+71.67%；扣非归母净利润 0.27 亿元/同比+138.26%。**各项费用率表现：**24Q2，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.04%/11.34%/0.40%，同比+0.13pcts/-0.31pcts/-0.52pcts。24H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.33%/10.61%/0.39%，同比+0.38pcts/-1.80pcts/-0.73pcts。**毛利率/净利率表现：**24Q2，公司毛利率 30.64%/同比-3.14pcts；公司净利率 8.16%/同比-8.55pcts。24H1，公司毛利率 29.42%/同比+4.21pcts；公司净利率 8.27%/同比+0.96pcts。24Q2 公司营收同比增长但净利润同比下滑，主要是营业成本、营业外支出增加所致。从营业成本来看，根据《长白山旅游股份有限公司 2023 年年度股东大会材料》中投资计划所列示，公司 24 年运营车辆及其他车辆计划采购额为 8054.11 万元。**我们认为，由于每年暑期为长白山景区客流旺季，公司或将在暑期前采购车辆/配置驾驶人员为旺季经营做准备，营业成本增加或是相关折旧摊销及职工薪酬支出增长所致。**从营业外支出来看，主要支出项为非流动资产报废损失及事故赔偿款，支出金额分别为 530 万元/174 万元。

长白山上市公司与控股股东长白山集团共同出资成立公司，进行餐饮项目投资及运营管理工作。长白山上市公司于 24 年 8 月 8 日发布公告，长白山旅游股份有限公司（简称“长白山上市公司”）与控股股东吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司（简称“长白山集团”）合资 4000 万元成立公司，合资公司暂定名称为“恩都里餐饮管理有限责任公司”，长白山上市公司/长白山集团出资比例分别为 51%/49%。长白山上市公司建立合资公司的资金来

源为自有资金，合资公司将纳入财务报表合并范围，此合资公司主要目的为培育开拓区域餐饮市场，丰富健全公司旅游产业链条和产品服务体系。长白山上市公司于同日发布公告，旗下全资子公司吉林省天池酒店管理有限责任公司受托管理恩都里休闲度假商旅社区项目的经营，合同期限为 10 年，公司预计管理费用约 2215 万元。**合资公司餐饮业务或将部分布局恩都里度假区实现经营协同，补全度假区内餐饮体系。**

风险提示：项目落地不及预期风险，天气影响导致景区客流量不及预期风险。

九华旅游：1) 2024H1，公司营业收入 3.95 亿元/同比+3.91%，归母净利润 1.14 亿元/同比+2.65%，扣非归母净利润 1.09 亿元/同比+2.04%。2) 2024Q2，公司营业收入 2.15 亿元/同比+14.17%，归母净利润 0.62 亿元/同比+25.70%，扣非归母净利润 0.60 亿元/同比+27.32%。3) 聚焦子公司表现，公司以旅游客运、停车场经营为目的的子公司安徽九华山旅游客运有限责任公司 24H1 末总资产为 3.82 亿元/同比+51.62%，净资产 2.58 亿元/同比+19.39%，24H1 净利润 0.35 亿元/同比+59.36%。**我们认为**，受益于停车场改扩建对高峰期客流接待量增加的促进效果、池黄高铁开通及九华山本身“高固定成本、低变动成本”带来的经营杠杆，24Q2 客流增长明显，促旅游客运/索道缆车运输人次增加，因而 24Q2 收入/利润表现亮眼；但是，24Q1 受雨雪天气因素影响业绩同比下滑，导致 24H1 业绩增速仅略高于 23H1 同期水平。**展望未来**，受寺庙游需求催化，九华山景区需求预计长期旺盛；在 1) 停车场改扩建提振高峰期客流接待量；2) 池黄高铁引流；3) 高归母净利润增速与收入增速比；三大要素促进下，景区本身客流增长逻辑通畅，无极端天气影响情况下业绩表现有望持续向好。

狮子峰景区客运索道项目完成报批及索道设备招标工作，预计 26 年 11 月交付使用。狮子峰景区索道客运项目公司预计 24 年 12 月动工，26 年 11 月交付使用，其中包括索道项目及高山游览步道项目项目；新增总投资 3.26 亿元，其中索道约 2.95 亿元，高山游览步道约 0.31 亿元，24 年预计投资额 8000 万元，预计索道单向运输能力 1600 人/小时。狮子峰位处九华山周边，索道项目落地后有望成为公司业绩新增长点。

24Q2 毛利率/净利率提升明显，各项费用率把控力度强。从 24Q2 毛利率/净利率表现来看，24Q2 毛利率 53.75%/同比+4.57pcts，净利率 28.97%/同比+2.66pcts。24Q2 公司毛利率增势明显，主要是公司营业收入中索道缆车、观光车业务占比高，且上述业务固定成本高、变动成本低，客流增长促营业收入增加的情况下，两项业务毛利率提升所致；净利率同比增长但增速略低于毛利率，主要是税金及附加支出增加所致。从 24Q2 各项费用率表现来看，24Q2 销售费用率 3.36%/同比+0.06pcts；管理费用率 12.12%/同比-0.96pcts；财务费用率-0.08%/同比+0.09pcts。24Q2 销售费用率/财务费用率同比维稳、管理费用率同比下行，显示公司对各项费用率的强把控能力。

风险提示：景区热点风向转移风险，交通优化项目落地时间不及预期风险。

天目湖：1) **从业绩表现来看**，2024H1，公司营业收入为 2.63 亿元/同比-7.07%，归母净利润 0.53 亿元/同比-14.52%，扣非归母净利润 0.51 亿元/同比-13.56%，毛利率为 52.18%/同比-9.80%，净利率为 23.58%/同比-8.80%；2024Q2，公司营业收入 1.57 亿元/同比-3.68%，归母净利润 0.42 亿元/同比-3.86%，扣非归母净利润 0.41 亿元/同比-2.24%，毛利率 61.71%/同比-0.28pcts，净利率 26.55%/同比-0.05pcts。2) **从各项费用率表现来看**，2024H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 6.46%/14.83%/-1.52%，同比

+0.46pcts/+1.05pcts/-0.46pcts，从管理费用绝对值来看，2024H1 管理费用 0.39 亿元/同比+0.08%，费用支出较为固定；2024Q2 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 7.42%/13.34%/-1.12%，同比+1.35pcts/+0.76pcts/-0.40pcts；**3) 分业务来看**，2024H1，公司景区业务收入 1.46 亿元/同比-5.19%，酒店业务收入 0.77 亿元/同比-17.07%，温泉收入 0.23 亿元/同比-2.38%，旅行社业务收入 153.34 万元/同比-34.59%，其他业务收入 255.61 万元/同比-9.27%。单 2024Q2 来看，公司 2024Q2 营收略有下滑，毛利率/净利率较 23 年同期维稳。

多元化发展丰富景区项目矩阵，多元素线上宣传提升景区知名度。公司通过景区、酒店、温泉等产品的结合，目前正努力打造“一站式旅游”的发展模式，通过产品的共生共荣，相互支撑，开发多元化市场渠道，适应国内丰富梯度的市场客群，助力公司在激烈的竞争环境下保持一定韧性。在发展业务的同时，公司也在积极强化自有天目湖品牌，公司在 2024 年上半年围绕春季市场、暑期市场及节假日市场等，借助“熊猫”、“挖笋”、“溯溪”及“明星”等元素，策划相关活动与题材，打造热点新闻/小红书笔记吸引客流并提高线上流量转化率

风险提示：新项目建设不及预期，酒店盈利结构优化不及预期。

宋城演艺：24H1，公司营业收入 11.77 亿元/同比+58.84%；归母净利润 5.50 亿元/同比+81.51%；毛利率 69.16%/同比+5.19pcts；净利率 46.73%/同比+5.84%pcts。24Q2，公司营业收入 6.18 亿元/同比+22.08%，归母净利润 2.99 亿元/同比+23.16%，毛利率 69.58%/同比-0.35pcts，净利率 48.34%/同比+0.43pcts。24 年 2 月 10 日，公司旗下第 9 个重资产景区广东千古情景区开业，上半年日均演出 4.2 场、游客平均停留时长超 4 小时；叠加 23 年 3 月前在杭州、九寨、张家界、西安的项目未开业导致的 23H1 低基数，24H1 营业收入/归母净利润增势明显，毛利率/净利率同比优化。

销售费用率/研发费用率提升，利息收入增加导致财务费用率下降至-2.12%。聚焦 24H1 各项费用率表现，销售费用率 4.50%/同比+1.80pcts；管理费用率 7.48%/同比-0.49pcts；研发费用率 1.44%/同比+0.23pcts；财务费用率-2.12%/同比-1.72pcts。24H1 销售费用增加，主要是各景区广告投入增加所致；财务费用增加，主要是利息收入同比增加/利息费用同比减少所致。

暑期西安千古情项目高景气，重资产/轻资产项目演出场次均有同比增长。24 年 7 月 26 日公司旗下轻资产项目三峡千古情景区正式营业，截至 8 月 30 日总演出场次 187 场/日均演出场次 5.2 场，暑期旺季+优质选址+完善项目体系催化下日均演出场次居于高位。从暑期公司旗下项目整体表现来看，截至 8 月 30 日，公司总演出场次 3003 场/同比+18.18%，其中重资产项目演出场次 2446 场/同比+9.64%，轻资产项目演出场次 557 场/同比+79.68%。细拆来看，7 月 1 日-8 月 30 日，西安千古情暑期新增二号剧院提升每日演出场次上限，7 月 31 日-8 月 21 日每日演出场次均超 10 场，截至 8 月 30 日演出场次 575 场/同比+70.62%；除西安千古情外，广东、三峡两大新项目高景气，三亚、九寨沟、桂林项目演出场次略有下滑，杭州、丽江暑期演出场次相对保守。

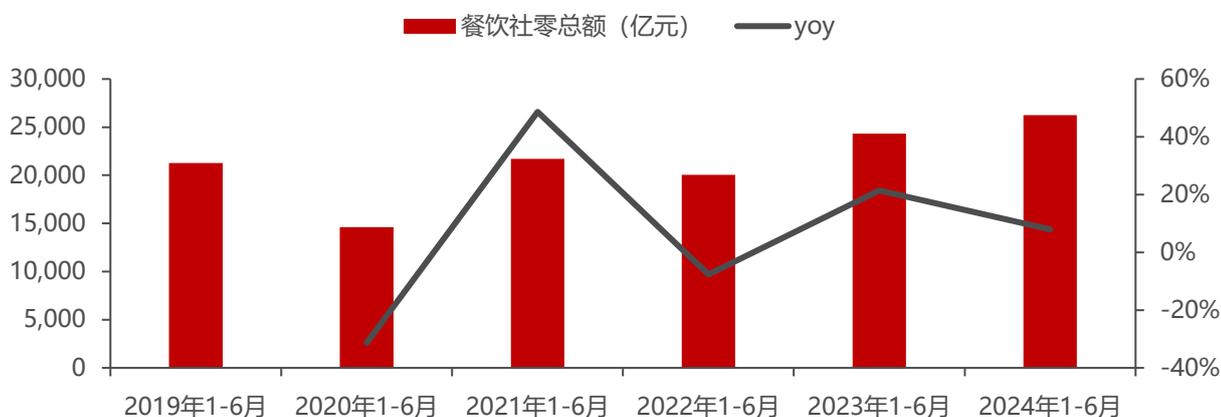
风险提示：区域竞争激烈、新项目不及预期、城市演艺渗透率不及预期。

3 餐饮行业：24H1 行业恢复态势良好但上市个股表现不佳，茶饮行业低线城市持续跑马圈地

3.1 行业总览

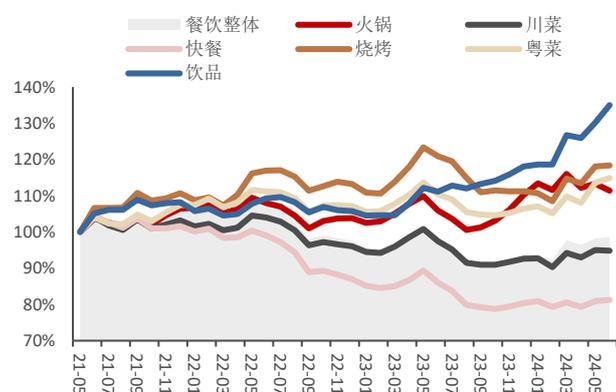
从餐饮社零总额表现来看，24H1 餐饮业整体恢复态势良好，社零总额同比+7.87%，我们认为餐饮业整体服务质量提升、数字化应用程度加深、多元化/线上流量结合程度提升三因素共同作用的结果。虽餐饮业景气度快速提振，但行业内各细分赛道竞争激烈的态势并未改变，创新、服务、选址、宣传能力、菜品质量仍是餐饮门店能否长期维持的核心考量项。

图 5：餐饮社零总额（亿元）

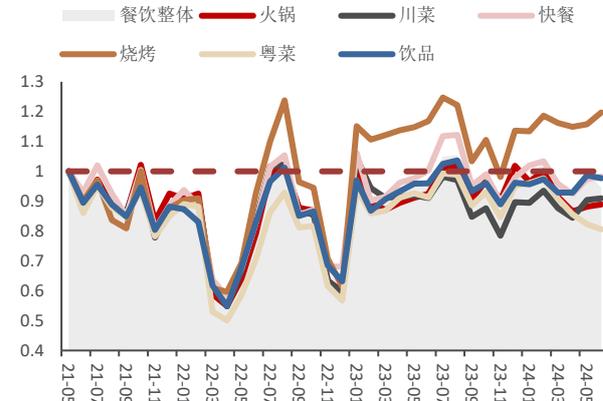


资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院

聚焦 24 年 1-6 月餐饮行业细分赛道表现来看，从门店数量表现来看，24 年 1-6 月，**饮品行业**门店数量/店效环比提升势头明显，细分来看重点标的中霸王茶姬门店数增长势头最为显著，各茶饮品牌低线城市加盟门店扩张跑马圈地动作明显，低初期投入成本的门店模型持续吸引加盟商入局，但店效方面未有明显攀升；**烧烤、粤菜两大细分赛道**门店数量处上行趋势，夜生活与高知名度地方菜系为主要引流点的两大行业仍有上行空间，且烧烤行业整体店效上行趋势明显；**火锅行业**门店数量/店效自 3 月以来下行，主要是行业存在淡旺季所致，冬季旺季过后客流有所减少，火锅行业已逐步步入存量博弈阶段，在服务/火锅质量上的差距将成为后续竞争出清的关键；**快餐行业** 24 年 1-6 月门店数量维稳，店效走势与饮品走势相同但波动幅度更为剧烈，若从细分核心标的来看，塔斯汀、肯德基两大品牌门店增长势头显著且在多月延续，低线城市扩张战略仍为快餐品牌重心。

图 6：餐饮行业整体门店数量指数 (21 年 5 月为 1)


资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图 7：餐饮行业整体店效指数 (21 年 5 月为 1)


资料来源：久谦数据，民生证券研究院

从 A 股餐饮行业各上市公司表现来看，24H1/24Q2 各餐饮个股收入表现较为一般，其中同庆楼出现“增收不增利”情况，主要是 24 年以来多家富茂酒店开业（截至 24H1 末共 7 家），各富茂酒店前期开业费用较高、爬坡期较长，导致此部分业务在贡献收入新增量的同时使利润下滑；广州酒家同样出现增收不增利情况，可能是广州酒家/陶陶居两大品牌进入扩店阶段，新增大型门店短期毛利率较低所致。

表 4：餐饮行业 (A 股) 2024 年上半年及 2024 年二季度业绩 (单位：亿元)

| 证券代码 | 证券简称 | 2024H1 | | | | 2024Q2 | | | |
|-----------|------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|-------|----------|
| | | 收入 | YoY | 归母净利润 | YoY | 收入 | YoY | 归母净利润 | YoY |
| 605108.SH | 同庆楼 | 12.71 | 17.50% | 0.81 | -44.40% | 5.80 | 7.04% | 0.15 | -79.47% |
| 000721.SZ | 全聚德 | 6.87 | 2.87% | 0.29 | 5.08% | 3.29 | -5.50% | 0.14 | -25.15% |
| 002186.SZ | 西安饮食 | 3.49 | -7.93% | -0.60 | 亏损扩大 | 1.66 | -17.85% | -0.30 | 亏损扩大 |
| 603043.SH | 广州酒家 | 19.12 | 10.29% | 0.58 | -26.98% | 9.00 | 10.57% | -0.12 | -214.11% |

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院

从港股餐饮上市公司 24H1 业绩表现来看，从收入端来看仅海底捞、达势股份、九毛九实现收入较高增长，且海底捞/九毛九归母净利润承压，主要是门店闭店导致的处置费用增加所致；呷哺呷哺由小幅盈利转亏损，主要是营收下滑、原材料/职工成本增加导致的业绩承压。

表 5：餐饮行业 (港股) 2024 年上半年业绩 (单位：亿元)

| 证券代码 | 证券简称 | 2024H1 | | | |
|---------|------|---------|---------|------------|----------|
| | | 收入 (亿元) | YoY | 归母净利润 (亿元) | YoY |
| 0520.HK | 呷哺呷哺 | 23.95 | -15.87% | -2.73 | 盈利转亏 |
| 6862.HK | 海底捞 | 214.91 | 13.79% | 20.38 | -9.74% |
| 2150.HK | 奈雪的茶 | 25.44 | -1.91% | -4.35 | -758.42% |
| 1405.HK | 达势股份 | 20.41 | 48.32% | 0.11 | 24.64% |
| 9869.HK | 海伦司 | 4.41 | -37.85% | 0.70 | -55.76% |
| 9922.HK | 九毛九 | 30.64 | 6.42% | 0.72 | -67.47% |
| 9987.HK | 百胜中国 | 55.72 | 1.00% | 4.99 | 2.67% |
| 2555.HK | 茶百道 | 23.96 | -9.95% | 2.37 | -59.70% |

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院

3.2 个股表现

同庆楼：2024H1，公司营业收入 12.71 亿元/同比+17.47%，归母净利润 0.81 亿元/同比-44.52%，扣非归母净利润 0.76 亿元/同比-27.62%，毛利率 21.56%/同比-3.21pcts，净利率 6.37%/同比-7.12pcts。2024Q2，公司营业收入 5.80 亿元/同比+7.04%，归母净利润 0.15 亿元/同比-79.47%，扣非归母净利润 0.11 亿元/同比-74.54%，毛利率 17.87%/同比-6.65pcts，净利率 2.59%/同比-10.93pcts。24H1 公司归母净利润同比下滑明显，主要是三大因素所致：1) 23 年公司无锡门店拆迁补偿及处置收益 5,048.00 万元（未扣税）使 23H1 利润基数较高；2) 24H1 新开门店规模较大，门店内的各业态陆续开业投入大量的开办费用，以及资产折旧摊销等费用支出，而新店的营业收入处在爬坡期，导致新店亏损；3) 公司进入全面发展的阶段，资本性开支投入的资金较大，新增银行贷款资金、理财收入减少等导致财务费用较去年同期增加 1,137.46 万元。

门店扩张速度加快，三轮联动架构稳步展开。聚焦公司 24H1 门店开设情况，公司 24H1 新开门店 5 家，门店建筑面积共 21.55 万平米，包括富茂酒店三家（高新富茂、肥西富茂、安庆富茂）、餐饮门店一家（无锡宝能店）、婚礼会馆门店 1 家，5 家门店计划 24 年主体区域全面对外营业；24 年下半年公司预计继续新增各类门店 4-6 家，新增建筑面积约 5.5 万平米。截至 24H1 末，公司共有直营门店 118 家，分布于安徽、江苏、北京等地，包括同庆楼餐饮门店 54 家、富茂酒店 7 家、新品牌门店 57 家。同庆楼自 23 年以来快速进行门店扩张，目前宾馆、餐饮、食品三轮联动架构已逐步成型，富茂酒店业务有同庆楼经营优势明显的餐饮/宴会业务支撑，宾馆业务对商务会议及宴会有较好补充效果，在综合性豪华酒店市场/中高档商务酒店市场中特色明显，且酒店管理业务也在持续发力布局，后续成长空间广阔。

风险提示：拓店不及预期风险，行业竞争加剧风险。

广州酒家：2024H1，公司营业收入 19.12 亿元/同比+10.27%；归母净利润 0.58 亿元/同比-27.50%，扣非归母净利润 0.50 亿元/同比-31.51%，毛利率 25.89%/同比-3.23pcts；净利率 3.03%/同比-1.58pcts。2024Q2，公司营业收入 9.00 亿元/同比+10.57%，归母净利润-0.12 亿元/23 年同期为 0.11 亿元，扣非归母净利润-0.16 亿元/23 年同期为 0.07 亿元，毛利率 21.42%/同比-3.93pcts，净利率-1.37%/同比-2.70pcts。2024H1 归母净利润同比减少，我们认为是餐饮服务/食物制造成本增加所致，从公司食品制造分部/餐饮服务分部情况来看，24H1 食品制造分部/餐饮服务分部收入 11.81 亿元/7.50 亿元，同比 +7.31%/+13.88%；对应毛利率 28.96%/18.79%，24H1 毛利率分别较 23 年同期-2.22pcts/-4.69pcts。细究毛利率下滑原因，1) 食品业务方面，公司在食品业务上加大推进新渠道建设力度，拓展会员制商超、社区团购、兴趣电商等渠道，

省外食品业务发展迅速，新城市经销体系逐步落地，华东/华北市场销售业绩同比翻番；另一方面持续开拓境外市场，境外业务同比+30%，连锁门店超 220 家；**基于上述信息我们认为，渠道快拓可能导致食品毛利率短期攀升。**2) 餐饮业务方面，“广州酒家”品牌新增北京广州大厦店等三家自营餐饮店，品牌逐步走向广东省外；“陶陶居”新增餐饮店 6 家，包括完成收购的 5 家授权餐饮门店及新开设的广州天河路天河城店；**基于上述信息我们认为，餐饮业务整体毛利率承压，或是新餐饮店短期尚处爬坡阶段毛利率较低所致，随新餐饮店渡过爬坡阶段实现稳态运营，毛利率有望逐步回升。**

上半年各项费用率维稳，投资/筹资活动产生的现金流量净额变动幅度较大。24H1，公司销售费用率 10.72%/同比-0.35pcts，管理费用率 9.68%/同比-0.07pcts，研发费用率 1.99%/同比+0.08pts，财务费用率-0.68%/同比-0.16pcts，各项费用率表现整体维稳；24H1，公司投资活动产生的现金流量净额 1.93 亿元/同比+289.76%，主要是大额存单到期所致；筹资活动产生的现金流量金额-3.13 亿元，23 年同期为-0.47 亿元，主要是偿还银行承兑汇票和支付年度分红款增加所致。

风险提示：产品销售不及预期，餐饮门店恢复不及预期，食品安全风险。

海底捞：海底捞发布 2024 年业绩中报。1) 聚焦营业收入及净利润表现，2024 年上半年，公司收入 214.91 亿元/同比+13.79%，其中餐厅经营收入 204.14 亿元/同比+13.82%；除税前利润 28.88 亿元/同比+2.64%，期内净利润 20.33 亿元/同比-10.00%，公司股东应占利润 20.38 亿元/同比-9.74%，核心经营利润 27.99 亿元/同比+13.02%。**24H1 期内净利润同比下滑，主要受净汇兑损益变动和中国大陆增值税加计抵减优惠政策取消的影响（24H1 净汇兑损益为-0.26 亿元，23 年同期为 1.93 亿元）。**2) 分业务来看，2024 年上半年，海底捞餐厅收入 204.14 亿元/同比+13.82%，外卖业务收入 5.81 亿元/同比+23.31%，调味品及食材销售收入 2.99 亿元/同比-19.18%，其他餐厅经营收入 1.82 亿元/同比+74.35%，其他收入 0.14 亿元/同比+230.08%。**外卖业务同比增长明显，主要是 2023 年下半年起公司发力一人食精品快餐业务布局所致。**3) 董事会已决议派发截至 2024 年中为止六个月的中期股息每股 0.391 港元（相当于人民币 0.358 元），公司预计将于 2024 年 10 月 2 日前派发股东。

闭店优化门店矩阵，优惠活动降低客单价促翻台率提升。2024 上半年，海底捞餐厅数量 1343 家/同比-2.82%，新开门店 11 家，关闭 43 家；平均翻台率为 4.2 次/天，23 年同期为 3.3 次/天；顾客人均消费为 97.4 元/同比-5.34%；所有门店接待总人次超 2.10 亿人次/同比+20.22%。**2024 年上半年对比同期人均消费减少，主要是优惠活动增加、菜品消费结构变化导致的价格带下移。**

推出“红石榴计划”寻求多元化发展，目前在营创业项目已达 5 个。海底捞

于 2024 年上半年推出“红石榴计划”，以鼓励孵化和发展更多的餐饮新品牌，推动餐饮服务创新，公司组建的创新委员会和管理团队将为创新项目保驾护航。目前在营的创业项目共 5 个，类型包括烤肉、火锅、中式快餐等，在公司多方位赋能下，此类创业项目潜力将被持续挖掘，未来有望在保证经营质量的同时成为公司利润新增长点。

风险提示：行业竞争加剧风险，品牌势能下滑风险。

4 免税行业：口岸免税恢复向好，离岛免税承压

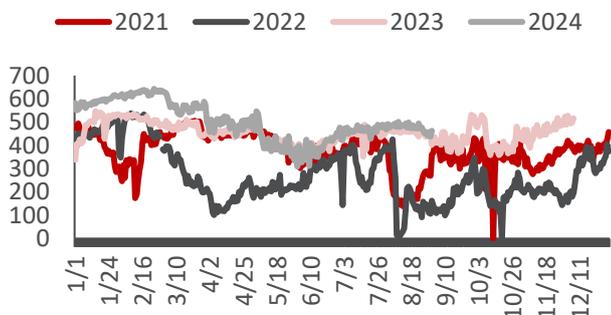
4.1 行业概况

离岛免税：客流恢复向好。从客流方面来看，2024 年美兰机场日均执行航班数年初至今已超越往年水平，对应的年初至今日均旅客吞吐量达 7.8 万人次，2021/2022/2023 年分别为 5.6/4.2/6.9 万人次。凤凰机场因 T3 航站楼建设影响航班架次，整体航班数略低于 23 年水平，24 年年初至今日均航班数为 340 趟，去年同期为 394 趟。

多方因素影响下，离岛免税客单有所下滑。根据海口海关披露的数据来看，2024 年年初至今的元旦、春节和五一客单价分别同比 2023 年下滑 26%、16% 和 21%。我们认为客单价下滑或与高净值客群出境、整体消费疲软有关。

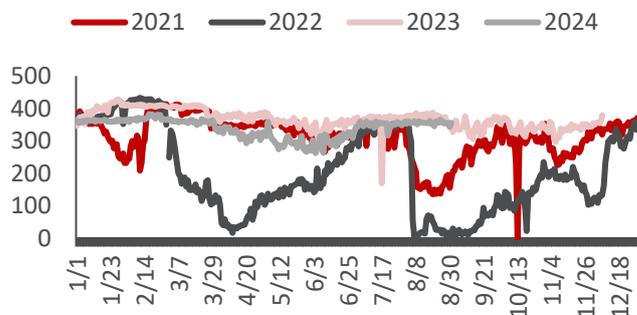
出入境恢复下，口岸免税或为免税龙头企业全年业绩潜在增量。根据国家移民管理局统计，2024 年 1-6 月份，全国移民管理机构共查验出入境人员 2.87 亿人次，同比增长 70.9%，恢复至 2019 年同期的 83%，其中内地居民 1.37 亿人次，港澳台居民 1.21 亿人次，外国人 2,922 万人次。出入境恢复向好下，口岸免税或成为免税龙头企业全年业绩的增长来源。

图 8：海口美兰机场日均执行量 (单位：趟)



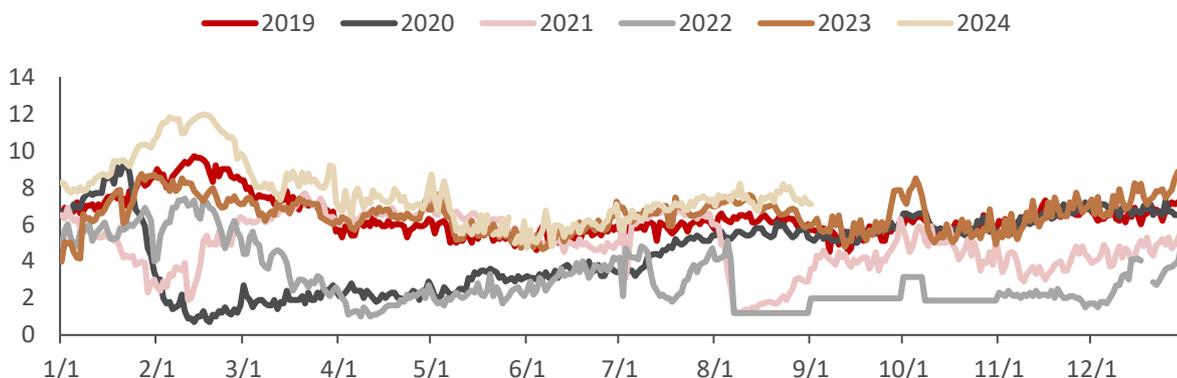
资料来源：飞常准 app，民生证券研究院

图 9：三亚凤凰机场日均执行量 (单位：趟)



资料来源：飞常准 app，民生证券研究院

图 10: 海口美兰机场日均客流量 (单位: 万人)



资料来源: 海口美兰国际机场官方微博, 民生证券研究院

图 11: 2022-2024 年节假日离岛免税销售表现情况

| | 期间 | 销售金额 (亿元) | 日均销售额 (亿元) | 购物人次 (万) | 日均购物人次 (万) | 客单价 (元) | 客单价同比 | |
|-------|-------|---------------------|---------------|-------------|---------------|------------|-------|---------|
| 2022年 | 元旦 | 2022/1/1-2022/1/3 | 6.00 | 2.00 | - | - | 9740 | 12% |
| | 春节 | 2022/1/31-2022/2/6 | 14.73 | 2.10 | 14.34 | 2.05 | 10277 | 19% |
| | 五一 | 2022/4/30-2022/5/4 | 4.01 | 0.80 | 4.22 | 0.84 | 9500 | 16% |
| | 端午 | 2022/6/3-2022/6/5 | 4.01 | 0.80 | 4.22 | 1.41 | 9500 | 16% |
| | 国庆 | 2022/10/1-2022/10/7 | 6.13 | 0.88 | 7.00 | 1.00 | 8761 | 7% |
| 2023年 | 元旦 | 2022/12/31-2023/1/2 | 4.22 | 1.41 | 4.30 | 1.43 | 9816 | 0.78% |
| | 春节 | 2023/1/21-2023/1/27 | 15.60 | 2.23 | 15.70 | 2.24 | 9936 | -3.31% |
| | 五一 | 2023/4/29-2023/5/3 | 8.83 | 1.77 | 10.90 | 2.18 | 8101 | -14.73% |
| | 端午 | 2023/6/22-2023/6/24 | 8.83 | 1.77 | 10.90 | 3.63 | 8101 | -14.73% |
| | 中秋&国庆 | 2023/9/29-2023/10/6 | 13.30 | 1.66 | 17.00 | 2.13 | 7824 | -10.70% |
| 2024年 | 元旦 | 2023/12/30-2024/1/1 | 4.75 | 1.58 | 6.57 | 2.19 | 7230 | -26.35% |
| | 春节 | 2024/2/10-2024/2/17 | 24.89 | 3.11 | 29.77 | 3.72 | 8361 | -15.86% |
| | 五一 | 2024/5/1-2024/5/5 | 5.47 | 1.094 | 8.58 | 1.72 | 6375 | -21.30% |

资料来源: 海口海关, 民生证券研究院

4.2 个股表现

1) **中国中免**: 公司发布 1H24 财报。1H24 公司实现收入 312.65 亿元/yoy-12.81%, 归母净利润 38.66 亿元/yoy-1.83%, 扣非归母净利润 32.83 亿元/yoy-15.07%; 其中 2Q24 公司实现收入 124.58 亿元/yoy-17.44%, 归母净利润 9.76 亿元/yoy-37.60%, 扣非归母净利润 9.39 亿元/yoy-39.79%。

商品结构优化及折扣收窄带动毛利率提升, 净利率受销售费用率提升有所下滑。 1H24 公司实现毛利率 33.53%/+2.92pcts, 主要是因为公司优化商品销售结构, 提升高毛利产品占比, 并完善营促销管理机制, 优化商品定价和折扣策略, 带动盈利能力持续修复; 销售/管理/财务费用率分别为 14.83%/3.02%/-1.51%,

同比变化+2.91/+0.21/-0.51pcts, 我们认为销售费用增加或与公司口岸免税陆续开业带动租赁费用上升所致; 综合影响下, 1H24 公司归母净利率为 10.50%/-0.28pcts。2Q24 公司实现毛利率 33.87%, 同比上升 1.04pcts, 环比一季度提升 0.56pcts, 公司销售/管理/财务费用率 17.84%/3.75%/-2.78%, 分别同比变化+3.09/+0.04/-2.47pcts, 在此影响下公司归母净利率为 7.83%/yoy-2.54pcts。

受离岛免税整体销售疲软影响, 公司海南地区经营承压, 受出入境客流修复及机场减租带动, 公司日上上海盈利显著提升。①中免国际(全资): 1H24 实现营业收入 225.49 亿元/yoy-10.98%, 归母净利润 15.20 亿元/yoy-13.83%; ②三亚市内免税店(全资): 1H24 实现营业收入 119.86 亿元/yoy-28.97%, 归母净利润 5.37 亿元/yoy-68.20%, 我们认为主要受到海南离岛免税整体销售疲软影响; ③日上上海: 1H24 实现营业收入 85.00 亿元/yoy+3.70%, 归母净利润 3.10 亿元/yoy+3599.41%, 我们认为主要受到出入境客流修复以及机场减租带动; ④海免公司: 1H24 实现营业收入 20.02 亿元/yoy-28.72%, 归母净利润 0.51 亿元/yoy-65.66%。⑤海口免税城公司: 1H24 实现营业收入 30.43 亿元, 归母净利润为-4.31 亿元。整体来看, 1H24 公司海南地区销售额为 167.85 亿元, 上海地区销售额为 85 亿元。

积极复苏出入境免税业务。公司积极复苏出入境免税业务, 公司境内出入境免税门店收入同比增长超过 100%, 盈利能力持续改善。

风险提示: 客流恢复不及预期、消费信心不足等。

2) 王府井: 王府井发布 2024 年半年报。1H24 公司实现收入 60.35 亿元/yoy-5.4%, 剔除新店因素, 同店同比下降 7.33%, 主要受到消费者信心不足、消费增长不及预期影响, 公司归母净利润 2.93 亿元/yoy-43.36%, 扣非归母净利润 3.20 亿元/yoy-30.13%。2Q24 公司实现收入 27.27 亿元/yoy-9.49%, 归母净利润 0.91 亿元/yoy-68.65%, 扣非归母净利润 1.27 亿元/yoy-45.81%。整体来看, 上半年归母净利润下降主要是受营业收入下降、培育新业务及新门店、新租赁准则导致租期较长的新门店前期成本较高、持有的股票公允价值变动等因素影响。

受收入下降及费率上升影响, 公司盈利能力下降。盈利能力方面, 1H24 实现毛利率 40.94%/-1.01pcts, 主要受到收入下滑影响, 费用率方面, 1H24 公司销售/管理/财务费用率分别为 13.76%/13.63%/1.78%, 同比变化+0.44/+1.32/-0.08pcts, 综合影响下, 公司归母净利率 4.86%/-3.26pcts。2Q24 公司实现毛利率 40.60%/-0.41pcts, 2Q24 实现销售/管理/财务费用率 14.28%/11.71%/3.32%, 分别同比变化+0.91/+1.28/+1.92pcts, 综合影响下, 公司归母净利率 3.34%/-6.32pcts。

低基数下免税业务快速增长, 购物中心和奥莱业务维持韧性增长。1H24 公

司百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税业务收入分别为23.19/15.42/11.40/7.58/1.72 亿元，同比各变化-13.65%/0.01%/0.20%/-3.09%/121.17%；同时，公司对应业务营业收入占比分别为35.60%/23.68%/17.51%/11.64%/2.64%；从毛利率来看，百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税毛利率分别为34.77%/44.41%/60.83%/16.36%/16.30%，同比变化-0.83/-3.46/-2.16/-1.98/-4.94pcts。由于公司综合考虑超市行业发展前景及旗下合营超市经营现状，决定终止公司旗下合营超市业务并实施推出。从整体经营表现来看，受消费结构转变的影响，购物中心业态收入占公司营业收入的比重进一步提升，达23.68%，免税业态尚处于起步阶段，收入较同期增长121.17%，受经营面积等因素影响，收入占比仅为2.64%。

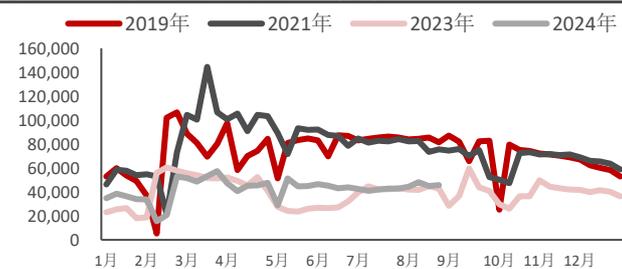
风险提示：客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足。

5 人服行业：灵活用工业务稳步增长，龙头加大外延布局

5.1 行业概况

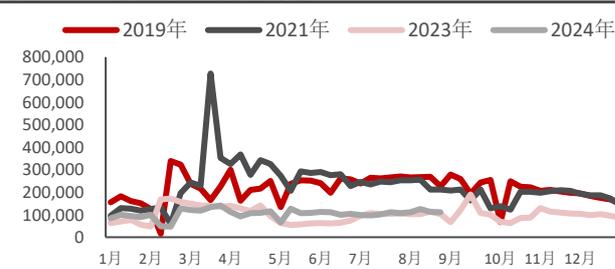
招聘情况同比改善，招聘企业数量恢复至正常年份 60%。从我们跟踪的招聘数据来看，开年因为春节错峰因素，2024 年春节在 2 月，2023 年在 1 月，所以 2024 年 1 月数据好于 23 年同期，2 月低于 2023 年，因此可比情况需要从 3 月开始观察。从 3-8 月招聘数据来看，新增招聘企业数量和新增招聘帖子数量总体高于去年，且最新一周的数据同比改善。从新增招聘公司数量情况来看，8 月 25 日对应这一周的数量为 4.58 万家，同比增加 7%，恢复至 2021 年（正常年份）的 60%。从新增招聘帖子的数量来看，8 月 25 日对应这一周的数量为 11.12 万个，同比增 8%，恢复至 2021 年的 52%。

图 12：新增招聘公司数量（个）



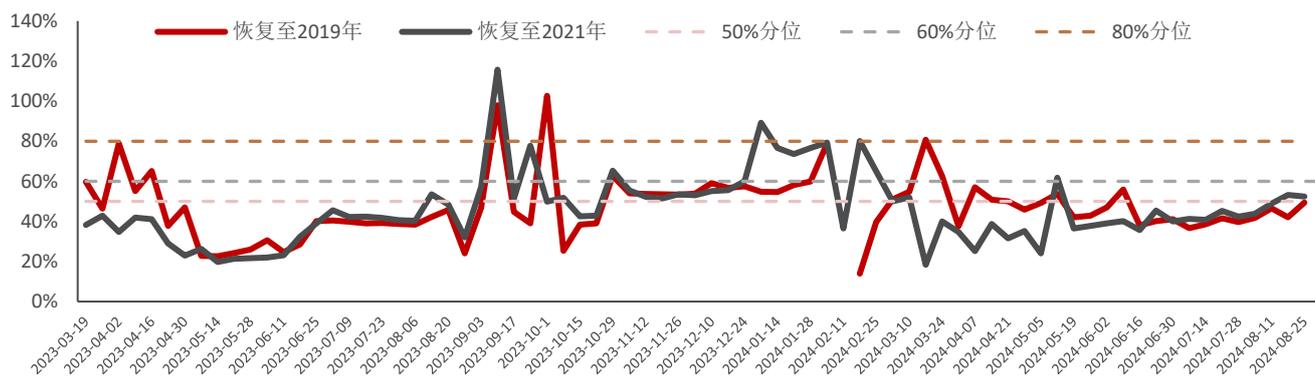
资料来源：Datayes，民生证券研究院

图 13：新增招聘帖数（个）



资料来源：Datayes，民生证券研究院

图 14：新增招聘帖数恢复至 2019/2021 的百分比（%）



资料来源：Datayes，民生证券研究院

按细分行业看，制造业、能源军工、医药生物、消费行业均已恢复至正常年份的 50%以上，交通运输、农林牧渔、金融、计算机传媒、房地产行业恢复水平则未达 50%。消费行业新增招聘数量基本位于 2021 年的 50%左右，最新一周已恢复至 61%。金融行业新增招聘数量长期处于 2021 年的 50%以下，最新一周恢复至 36%。制造业新增招聘数量基本位于 2021 年的 50%左右，最新一周恢复至

79%。房地产行业新增招聘数量长期低于 2021 年的 50%，最新一周恢复至 36%。能源军工行业新增招聘数量长期处于 2021 年的 50%以上，最新一周已恢复至 70%。计算机传媒新增招聘数量基本处于 2021 年的 50%以下，最新一周恢复至 36%。交通运输业新增招聘数量基本处于 2021 年的 50%以下，最新一周恢复至 44%。医药生物业新增招聘数量基本处于 2021 年的 50%以上，最新一周恢复至 69%。农林牧渔业新增招聘数量基本处于 2021 年的 50%以下，最新一周恢复至 37%。

5.2 个股财务表现

1) 科锐国际：科锐国际发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现收入 55.41 亿元/yoy+16.55%，归母净利润 0.86 亿元/yoy-11.72%，扣非归母净利润为 0.64 亿元/yoy-9.18%，扣除股权激励成本后扣非归母净利润为 0.71 亿元/yoy+0.78%，毛利率为 6.69%/yoy-0.94pcts，归母净利率为 1.55%/yoy-0.51pcts。24Q2 公司实现收入 29.02 亿元/yoy+22.89%，归母净利润为 0.45 亿元/yoy-29.25%，扣非归母净利润为 0.42 亿元/yoy-8.72%，扣除股权激励成本后扣非归母净利润为 0.45 亿元/yoy-1.6%，毛利率为 7.05%/yoy-1.05pcts，环比提升 0.75pcts，归母净利率为 1.55%/yoy-1.16pcts。

外包业务稳健增长，猎头业务承压。24H1 公司灵活用工/中高端人才访寻/招聘流程外包/技术服务/其他业务收入分别为 52.10/1.99/0.29/0.26/0.79 亿元，同比各变化+18.7%/-15.37%/-16.79%/+9.05%/+8.18%；对应业务毛利率分别为 5.72%/28.09%/20.83%/17.88%/8.11%，同比各变化-0.47/-1.05/+4.67/-8.96/-6.53pcts。

灵活用工岗位中公司研发类岗位人员占比持续提升。2024H1，灵活用工业务累计派出 234376 人次/+14.67%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在册灵活用工业务的岗位外包员工 38700 人/yoy+18.35%，单 Q2 净增 2500 人，技术研发类岗位时点在职人数占比为 65.41%/yoy+7.68 pcts，该类岗位人数在全年净增人数中占比达 106.97%。

国内业务恢复向好，海外业务承压。分地区看，24H1 公司境内地区实现收入 43.85 亿元/yoy+24.64%，境外地区实现收入 11.56 亿元/yoy-6.46%。整体来看，国内业务增长趋势明显，24H1 营业收入同比上涨 24.64%，归母净利润同比增长 20.93%；海外业务发展略缓，尤其是欧洲及美国等区域子受多重宏观因素影响，招聘需求不活跃，带来收入和利润同比均有下降，拖累公司上半年表现。

风险提示：宏观经济波动、团队/外包人员流失、竞争格局恶化等。

2) 北京人力: 北京人力发布 2024 年半年报。2024H1, 公司实现收入 218.66 亿元/yoy+14%, 归母净利润 4.34 亿元/yoy+105.71%, 扣非归母净利润 2.77 亿元/yoy+270.93%; 毛利率为 5.65%/yoy-1.08pcts, 归母净利率为 1.98%/yoy+0.88pcts, 上半年公司利润大增主要是因为置出资产在置出前及保留资产的业绩亏损对公司去年同期业绩表现造成影响, 此外公司资产置换也产生了较大的置换税费, 从而导致公司去年业绩基数较低。24Q2, 公司实现收入 113.16 亿元/yoy+15.06%, 归母净利润为 2.23 亿元/+33.64%, 扣非归母净利润为 0.91 亿元/-26.41%。

外包业务稳健增长, 人事管理业务承压。分业务看, 24H1 公司外包/人事管理/薪酬福利/招聘及灵活用工收入分别为 181.27/4.71/5.40/23.50 亿元, yoy+14.91%/-11.57%/-6.59%/+20.82%; 对应业务毛利率分别为 2.88%/79.22%/17.24%/2.25%, 相较 2023 年全年变动 -0.38/-7/-1.69/-1.11pcts。整体来看, 外包业务增长相对稳健, 但是人事管理业务受到整体宏观环境的影响有所承压。

外企德科上海公司稳步增长。1) 北京外企收入为 218.40 亿元/yoy+14.8%, 净利润为 6.06 亿元/yoy-7.4%; 2) 北京外企德科上海公司收入为 98.11 亿元/yoy+16.9%, 净利润为 2.61 亿元/+14.6%; 3) 浙江外企德科公司收入为 11.40 亿元/yoy+21.6%, 净利润为 2025.53 万元/yoy+8.7%; 4) 北京外企宁波公司收入为 20.47 亿元, 净利润为 2926.5 万元。

风险提示: 经济修复不及预期, 客户流失等。

3) 外服控股: 外服控股发布 2024 年半年度财报。 1H24 公司实现营业收入 105.42 亿元/yoy+14.47%, 归母净利润 3.64 亿元/yoy+5.48%, 主要系业务外包服务收入增加, 归母扣非净利润 2.64 亿元/yoy+1.92%。2Q24 公司实现营收 51.71 亿元./yoy+13.15%, 归母净利润 1.70 亿元/yoy+4.91%, 扣非归母净利润 1.50 亿元/yoy+2.82%。

毛利率受业务结构影响有所下滑, 费用管控良好。 1H24 公司毛利率为 9.95%/yoy-0.43pcts, 主要受到毛利率较低的外包业务收入占比持续提升影响; 公司费用率控制良好, 1H24 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.41%/2.37%/0.51%/-0.5%, 同比变化-0.53/-0.09/-0.22/+0.19pct; 综合影响下, 1H24 公司归母净利率为 3.45%/yoy-0.29pct; 扣非归母净利率分别为 2.50%/yoy-0.31pct。2Q24 公司毛利率为 10.56%/yoy-0.68pct; 2Q24 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.27%/2.33%/0.61%/-0.41%, 同比变化-0.84/+0.06/-0.32pct/+0.17pct; 综合影响下, 2Q24 公司归母净利率 3.29%/-0.26pct, 扣非归母净利率为 2.90%/yoy-0.29pct。

外包业务稳健增长, 人事管理业务承压。 2024H1 公司人事管理服务收入

5.78 亿元/yoy-3.25%，占收入比重 5.48%；人才派遣服务收入 0.71 亿元/yoy+0.99%，占营业收入 0.67%；薪酬福利服务收入 8.79 亿元/yoy+1.15%，占营业收入 8.33%；招聘灵活用工服务收入 63.66 亿元/yoy+18.58%，占营业收入 6.04%；业务外包服务收入 83.43 亿元/yoy+17.21%，占营业收入 79.14%；其他业务服务收入 0.35 亿元/yoy+93.19%，占营业收入 0.34%。整体来看，上半年业务外包依旧保持稳健增长，人事管理外包相对承压。

持续加大外延布局。上半年，公司加快推动上海“五个新城”战略布局，积极推进“外服中国”布点工作，完成上海外服贵州公司和南通公司的设立；持续关注高技术含量、高附加价值业态，围绕人力资源产业链的核心环节，持续完善标的目标库建设。加强投后企业跟踪和重点收购子公司的投后管理，探索建立投后管理体系，促进投资公司快速融入、有效协同和业务高质量发展。

风险提示：宏观经济增速不及预期；大客户流失等。

6 教育行业：K12 培训板块收入利润双增，职教板块表现分化

6.1 行业概况

24H1 教育板块收入实现增长，K12 培训、K12 基础教育及教育信息化实现收入增长，K12 基础教育亏损收窄，K12 培训和高等及职业教育利润大幅增长。

24H1 教育板块整体收入为 159.8 亿元/yoy+10.74%，归母净利润为 9.29 亿元/yoy-3%。细分板块方面，K12 基础教育、K12 培训、教育信息化及在线教育实现收入增长，收入分别增长 18.92%/26.09%/12.68%；利润端，K12 基础教育亏损收窄，归母净利润从 23H1 的-0.20 亿元收窄至-0.10 亿元，K12 培训和高等及职业教育利润大幅增长，24H1 归母净利润分别为 1.85 亿元/yoy+47%和 2.56 亿元/yoy+39%。

表 6：19H1-24H1 教育板块营业收入情况（单位：亿元）

| 年份 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 |
|------------|-------|---------|--------|---------|---------|---------|
| K12 基础教育 | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 0.6 | 1.3 | 1.5 |
| YOY | | -9.82% | 43.55% | -69.75% | 114.12% | 18.92% |
| K12 培训 | 38.0 | 29.4 | 35.7 | 22.3 | 22.0 | 27.8 |
| YOY | | -22.47% | 21.13% | -37.56% | -1.11% | 26.09% |
| 高等及职业教育 | 46.9 | 33.7 | 56.9 | 27.9 | 23.0 | 20.1 |
| YOY | | -28.32% | 69.20% | -50.94% | -17.76% | -12.69% |
| 教育信息化及在线教育 | 95.7 | 76.9 | 95.0 | 103.7 | 98.0 | 110.4 |
| YOY | | -19.61% | 23.55% | 9.14% | -5.54% | 12.68% |
| 教育板块合计 | 182.2 | 141.4 | 189.6 | 154.5 | 144.3 | 159.8 |
| YOY | | -22.37% | 34.10% | -18.51% | -6.65% | 10.74% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表 7：19H1-24H1 教育板块归母净利润情况（单位：亿元）

| 年份 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| K12 基础教育 | -0.56 | -0.66 | -0.35 | -0.54 | -0.20 | -0.10 |
| YOY | | 亏损扩大 | 亏损收窄 | 亏损扩大 | 亏损收窄 | 亏损收窄 |
| K12 培训 | 1.87 | 0.10 | 2.62 | 2.29 | 1.26 | 1.85 |
| YOY | | -94% | 2430% | -12% | -45% | 47% |
| 高等及职业教育 | 5.79 | -3.58 | -1.27 | -9.05 | 1.84 | 2.56 |
| YOY | | -162% | 亏损收窄 | 亏损扩大 | 扭亏 | 39% |
| 教育信息化及在线教育 | 6.92 | 5.06 | 3.07 | 7.32 | 6.70 | 4.99 |
| YOY | | -27% | -39% | 139% | -9% | -26% |
| 教育板块合计 | 14.02 | 0.92 | 4.07 | 0.03 | 9.60 | 9.29 |
| YOY | | -93% | 343% | -99% | 34933% | -3% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.2 个股表现

1) 学大教育：2024H1 公司实现营收 16.20 亿元/yoy+29%；归母净利润 1.62 亿元/yoy+82%（业绩预告为 1.3~1.85 亿元）；2024H1 股权激励相关费用 1648 万元，剔除股份支付费用后公司归母净利润为 1.78 亿元/yoy+100%，扣非归母净利润 1.69 亿元/yoy+72%。2024Q2 实现收入 9.15 亿元/yoy+25%，归母净利润 1.11 亿元/yoy+33%。

个性化业务贡献主要收入，职业教育、全日制教育增长迅速。分业务看，2024H1 公司个性化教育（传统校区）收入为 13.19 亿元/yoy+29.34%；全日制教育（培训基地、双语学校）收入为 2.26 亿元/yoy+23.68%；职业教育收入为 2083.48 万元/yoy+48.97%；文化阅读收入 1255.89 万元/yoy+373.14%。截至 2024 年 6 月底，公司个性化学习中心超 240 所，覆盖 100 个城市，全日制教育业务布局超过 30 所培训基地。

外延并购职业院校拓展职教板块。2024H1，公司完成了沈阳国际商务学校的收购，截止目前，公司已经收购了东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校；托管运营了青岛西海岸新区绿泽电影美术学校、西安市西咸新区丝路艺术职业学校等，并与江苏明升教育集团联合创办常熟市明升职业技术学校。此外，公司全资子公司拟以 2.14 亿元逐步收购岳阳现代服务职业学院（高职学校）90%权益，并实现间接持有岳阳现代服务职业学院（非营利性全日制民办高等职业学校）90%的举办者权益。

风险提示：政策风险，市场竞争加剧，宏观经济波动等。

2) 豆神教育：豆神教育发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现收入 3.30 亿元/yoy-28.82%，归母净利润 0.69 亿元/yoy+224.41%，扣非归母净利润为 0.68 亿元/yoy+250.14%，毛利率为 41.68%/yoy+5.70pcts，归母净利率为 20.60%，同比扭亏。24Q2 公司实现收入 1.39 亿元/yoy-54.70%，归母净利润为 0.47 亿元/yoy+2524.04%，扣非归母净利润为 0.50 亿元/yoy+2750.20%，毛利率为 42.27%/yoy+7.43pcts，环比提升 1.01pcts，归母净利率为 33.81%，扭亏为盈。24H1 公司艺术类学习服务业务/直播电商销售业务/智慧教育服务业务收入分别为 0.78/1.19/1.01 亿元，同比各变化+25.80%/-58.10%/+77.19%

风险提示：直播电商竞争加剧，市场竞争加剧，宏观经济波动等

3) 昂立教育：昂立教育发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现收入 5.65 亿元/yoy+38.86%，归母净利润-0.17 亿元/同比亏损收窄，扣非归母净利润为-

0.17 亿元/同比亏损收窄, 毛利率为 46.02%/yoy+4.02pcts, 归母净利率为-3.01%/同比收窄。24Q2 公司实现收入 2.86 亿元/yoy+31.42%, 归母净利润为-0.28 亿元/同比收窄, 扣非归母净利润为-0.28 亿元/同比收窄, 毛利率为 43.79%/yoy+6.46pcts, 环比下降 4.51pcts, 归母净利率为-9.79%/同比收窄。

风险提示: 政策风险, 市场竞争加剧, 宏观经济波动等。

4) 行动教育: 24H1 公司实现收入 3.89 亿元/yoy+35.16%, 归母净利润 1.36 亿元/yoy+29.19%, 扣非归母净利润 1.36 亿元/yoy+38.84%。24Q2 公司实现收入 2.49 亿元/yoy+39.50%, 归母净利润 1.12 亿元/yoy+28.12%, 扣非归母净利润 1.11 亿元/yoy+33.63%。公司收入增长亮眼, 主要由大客户战略成果显著、上市后品牌影响力持续提升以及公司人才梯队建设卓有成效三种共同作用带动下带动培训和咨询订单量提升, 为收入增长奠定良好基础。

受产品结构等因素影响, 公司利润率略有波动。 24H1 公司实现毛利率 76.14%/yoy-2.21pcts, 或受到产品结构影响, 24H1 公司营业收入中咨询产品占比较高, 该产品成本较高, 或对公司毛利率有一定拉低; 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 23.02%/11.34%/2.74%/-3.16%, yoy-2.39/-2.33/-1.22/+1.4pcts; 公司归母净利率为 34.96%/yoy-1.5pcts, 主要受到公允价值变动收益下滑、投资收益、其他收益下滑影响。24Q2 公司毛利率为 78.61%/yoy-0.15pcts, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 19.85%/7.11%/1.31%/-2.97%, 同比各+0.93/-1.08/-0.62/+2.55pcts, 受毛利率下滑以及公司财务费用率增加, 24Q2 公司归母净利率为 44.98%/yoy-4.46%。

合同负债稳健增长。 截至 24H1, 公司实现合同负债 10.01 亿元, 较 23 年末增长 4.5%; 从订单来看, 24Q1/Q2 公司销售商品、劳务现金分别为 1.6/2.92 亿元, yoy+32.2%/+2.8%, 我们认为 Q2 公司订单增速环比下降或受到去年同期高基数以及宏观压力影响。

坚持高分红策略回报股东。 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10.00 元, 合计拟派发现金红利 1.18 亿元, 占公司 2024 年半年度归母净利润比例为 86.70%。

大客户战略富有成效。 公司的大客户战略成果显著, 公司锁定行业第一、区域第一, 基于大客户的需求, 为其量身定制、升级产品。24 年上半年, 郎酒、今世缘、艾比森、友发钢管、创新金属、火星人集成灶等行业、区域龙头与公司持续达成合作, 携手同行, 共同创造。

风险提示: 招生人数不及预期、关键业务人员流失等。

5) 中国东方教育：中国东方教育发布 2024 年半年报。2024 年公司实现收入 19.83 亿元/yoy+1.6%，归母净利润为 2.72 亿元/yoy+33.2%，经调整净利润为 2.78 亿元/yoy+57.9%。24H1 公司毛利率为 53%/yoy+1.93pcts，归母净利率为 13.72%/yoy+3.27pcts，经调整归母净利率为 14.02%/yoy+5.01pcts。

学校结构优化效果显著，公司成本及费用率显著优化。从学校数量来看，24H1 公司学校数量为 234 所，同比减少 11 所，截至 2024H1，公司旗下拥有新东方烹饪教育/美味学院/欧米奇/新华电脑/华信智原/万通汽修/欧曼谛各 75/18/36/38/19/41/7 所，分别较 2023 年变动-1/0/-10/-1/-1/0/+2 所，持续对相关学校进行结构优化。此外，公司亦对销售费用进行了管控，带动公司费率显著优化。综合影响下，2024H1 公司营业成本为 9.32 亿元/yoy-2.45%，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 23.41%/12.90%/0.27%/3.10%，同比各变化+2.86pcts/-0.2pcts/-0.13pcts/-0.56pcts。

烹饪业务毛利率改善，汽修稳健增长，美业实现高增长兼具盈利能力进一步提升。分业务看，2024H1 公司新东方及美味学院/欧米奇/新华电脑及华信智原/万通汽修/时尚美业收入分别为 9.19/1.59/3.78/4.49/0.4 亿元，yoy-3.3%/-0.8%/-4.3%/11.1%/142.1%；毛利率方面，公司新东方及美味学院/欧米奇/新华电脑及华信智原/万通汽修/时尚美业毛利率分别为 55.3%/53.8%/54.1%/54.1%/52.6%，同比各变化+2.6/+6.8/-0.7/-0.7/+16.7pcts。

美业新招培训人次增加。2024H1，公司新培训人次及新客户注册人数为 7.8 万人/yoy-7.7%，平均培训人次及平均客户注册人数为 14.48 万人次/yoy-1.7%，招生人数下降主要是由于公司对销售费率管控以及对部分学校进行优化带来。分业务来看，2024H1 公司新东方及美味学院/欧米奇/新华电脑及华信智原/万通汽修/时尚美业新培训人次各 3.47/0.75/1.32/1.97/0.29 万人次，同比各-11.2%/-12.9%/-11.1%/-3.6%/+88.1%；分课程时常来看，公司长期课程中的一到两年课程新培训人次同比增 52.5%，表现良好。从平均培训人次来看，2024H1 公司新东方及美味学院/欧米奇/新华电脑及华信智原/万通汽修/时尚美业平均培训人次分别-5.3%/-1.2%/-6.3%/+3.4%/+144.2%；分课程长度看，1-2 年课程平均培训人次同比增 42.1%，整体长/短训分别-2.3%/+3.5%。

风险提示：招生不及预期，行业竞争加剧，区域中心建设不及预期，政策风险。

6) 传智教育：24H1 公司实现营收 1.11 亿元/yoy-65.03%，收入下降主要受外部环境影响下学员报名人数减少所致。24H1 归母净亏损为 3422 万元/上年

同期为 7709 万元。分业务看，公司短期培训/非学历高等教育/学历中等职业教育收入分别为 9994.26/287.00/330 万元，同比各-67.33%/-54.86%/76.41%。

风险提示：经济疲软影响企业招聘需求、学历职教招生不及预期。

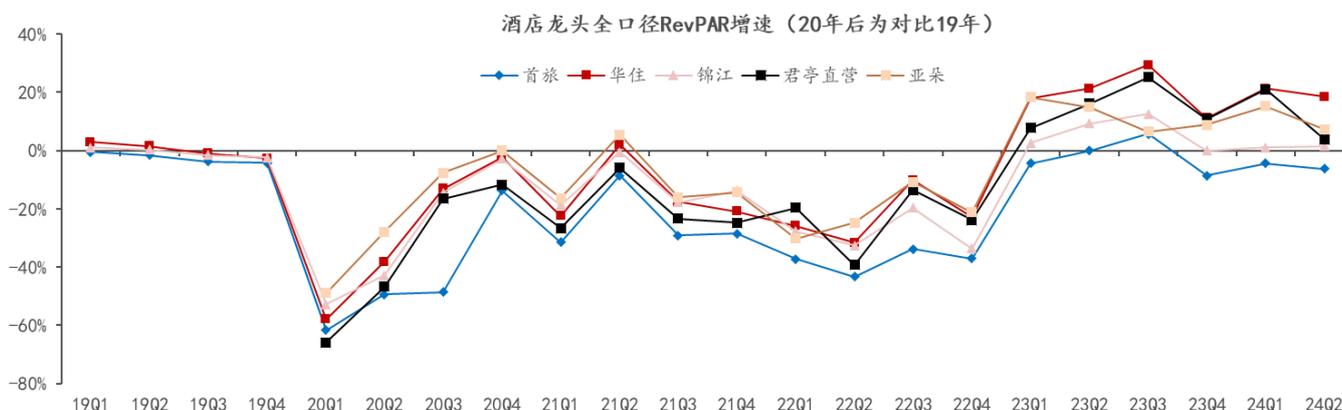
7 酒店行业：景气度承压开始显现，龙头逆势拓店

7.1 行业概况

行业景气度承压开始显现：全口径 RevPAR 来看，24Q2 锦江/首旅（首旅不含轻管理）/华住/君亭直营/亚朵分别恢复至 19 年同期的 101%/94%（107%）/118%/104%/107%，较 19 年同期恢复度整体环比下滑。恢复情况华住维持着明显的竞争优势，反映了其结构变化/产品价格带/经营能力三者的结合。

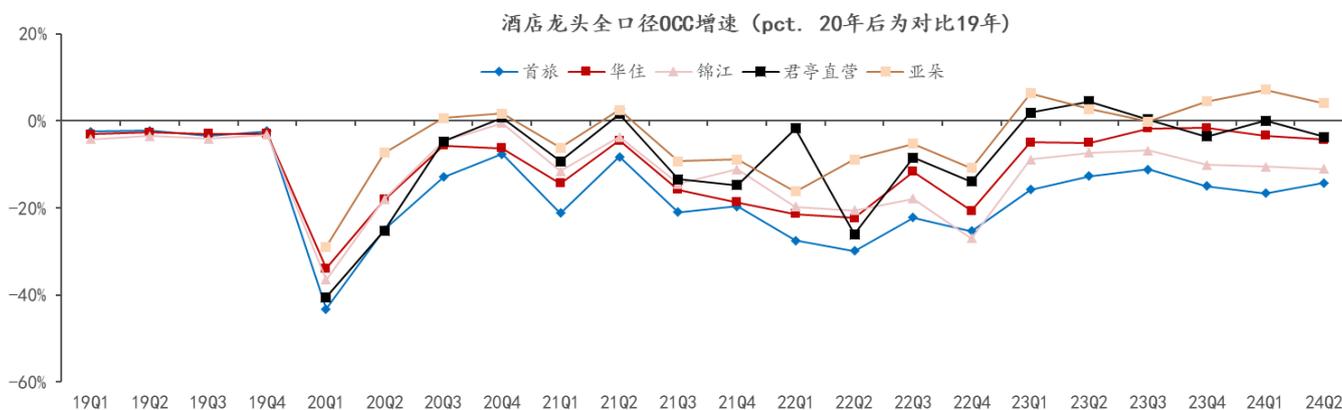
同比 23 年来看，酒店龙头则出现了经营数据普遍的同比下滑：24Q2 锦江/首旅/华住/君亭直营/亚朵分别恢复至 19 年同期的 93%/94%/98%/90%/93%。其中，君亭、亚朵价格带偏高，整体经营数据同比下降最显著。

图 15：24Q2 酒店龙头 RevPAR 较 19 年恢复度和环比普遍下滑



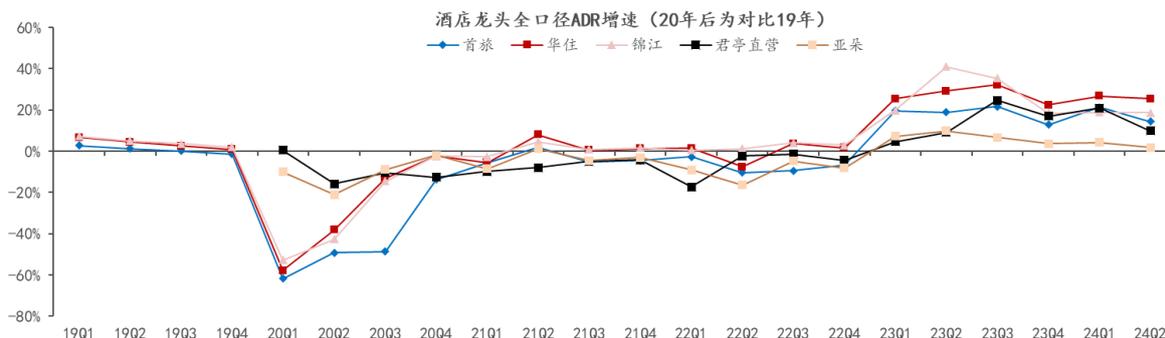
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 16：24Q2 仅亚朵 OCC 较 19 年同比为正



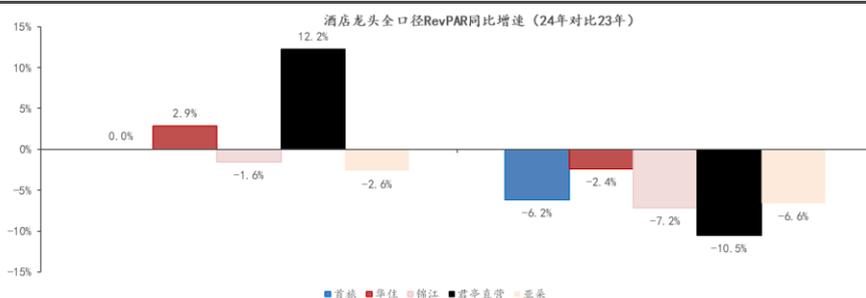
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 17: 24Q2 酒店龙头全口径 ADR 同比 19 年普遍正增长



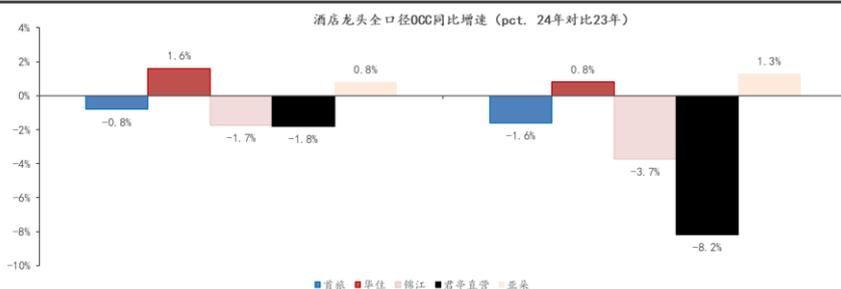
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图 18: 24Q2 酒店龙头全口径 RevPAR 同比普遍下滑



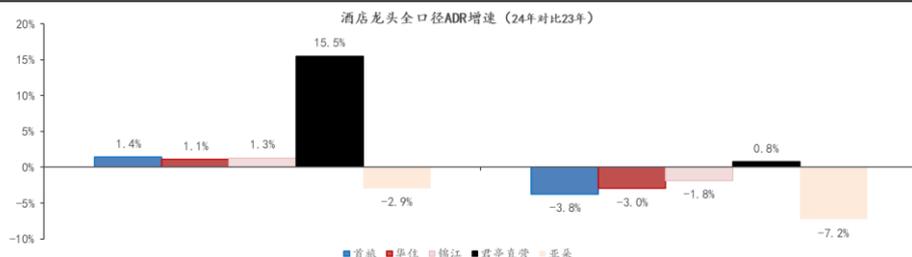
资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图 19: 24Q2 酒店龙头全口径 OCC 仅华住/亚朵同比为正



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

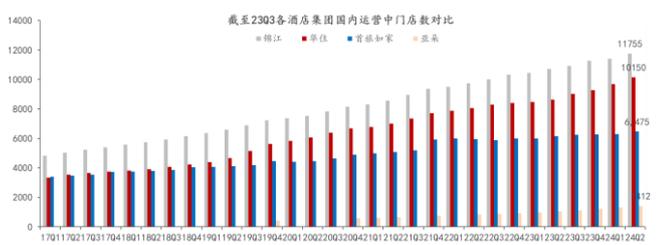
图 20: 24Q2 酒店龙头全口径 ADR 仅君亭为正



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

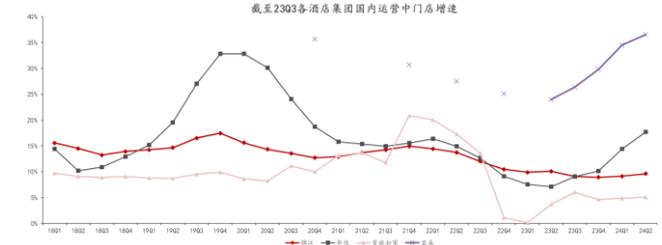
开店来看，华住、亚朵逆势发力：门店数量上看，锦江（国内）/华住（国内）/首旅如家/亚朵门店分别为 11755/10150/6475/1412 家，整体同比增速分别为 10%/18%/5%/37%。其中华住/亚朵维持了较快的拓店速度，门店增速同比逆势上升。

图 21：酒店龙头门店数量



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 22：门店增速整体分化



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

7.2 个股表现

华住集团：公司发布 Q2 季报，业绩彰显韧性。24Q2 实现营收 61.5 亿元，同比增长 11.2%，处于先前公布的指引上限；其中实现归母净利润为 10.67 亿元，同比增长 5%。实现 EBITDA 19 亿元，经调 EBITDA 为 20 亿元，同比+11%。其中，华住系 24Q2 收入同比+11.1%，贡献净利润 10.33 亿元，较 23Q2 的 9.93 亿元有所提升；DH 分部收入同比+11.6%，贡献净利润 0.34 亿元，较 23Q2 的 0.22 亿元明显增长。

截至 2024Q2 末，华住全球范围门店数量达 10286 家，其中华住系门店数达到 10150 家，包含 9558 家加盟店；储备门店达 3258 家。Q2 华住系新开 567 家，净开 466 家，开店表现持续强劲，于该季度内达成了 10000 家门店的里程碑。

2024Q2 华住部分 RevPAR 为 244 元，同比-2.0%，其中 OCC 为 82.6%，同比+0.7pct，ADR296 元，同比-2.9%。DH 系 ADR、OCC 和 RevPAR 均同比增长，RevPAR 为 82 欧元，同比增长 4.5%；ADR 为 120 欧元，同比增长 2.7%；OCC 为 68.3%，同比+1.2%。

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。

锦江酒店：公司发布 2024 年上半年财务报告。24H1 公司实现营业收入 68.92 亿元，同比+0.23%，实现归母净利润 8.48 亿元，同比+59.15%，实现扣非归母净利润 3.89 亿元，同比+4.02%；单 Q2 公司实现营业收入 36.86 亿元，同比 4.86%，实现归母净利润 6.58 亿元，同比+68.02%，实现扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+15.97%。归母净利润大幅上涨，主要系 24H1 内公司出售时尚

之旅 100%股权处置若干酒店物业取得投资收益所致。

境内：受去年同期高基数影响，RevPAR 同比下滑，对业绩形成拖累。公司 Q2 中国大陆境内有限服务酒店 RevPAR 为 162.4 元，同比-7.2%；ADR 为 249.9 元，同比-1.8%；OCC 为 65.0%，同比-3.7pct。境外：公司 Q2 境外有限服务酒店 RevPAR/ADR/OCC 分别同比 -1.0%/+2.0%/-2.0pct；其中中端酒店 RevPAR/ADR/OCC 分别同比 +4.3%/+2.2%/+1.2pct，经济型酒店 RevPAR/ADR/OCC 分别为-3.1%/+1.25%/-2.9pct。2024H1 新增开业酒店 680 家，开业退出酒店 190 家，净增开业酒店 490 家。截至 24Q2，已经开业的酒店合计达 12938 家。

风险提示：宏观经济波动风险，景气度承压风险，开店不及预期。

首旅酒店：2024H1 公司实现营收 37.3 亿元，同比+3.5%；归母净利润 3.6 亿元，同比+27.5%；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+38.5%；24Q2 单季度营收为 18.9 亿元，同比-3.3%，归母净利润为 2.4 亿元，同比+18.5%，扣非归母净利润 2.3 亿元，同比+21.9%。

2024H1 公司不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 160 元，同比下降 2.1%；其中，2024Q1 RevPAR 为 147 元，同比增长 2.0%；2024Q2 RevPAR 为 172 元，同比下降 5.1%。

2024 H1 公司新开店 567 家，同比+7.8%，其中标准管理酒店开店数量为 271 家，同比+60.4%，标准管理酒店拓展显著提速。24H1 内，公司新开中高端酒店 171 家，同比+78.1%，其中净开中高端酒店 132 家，同比+144.4%。截至 2024H1，中高端酒店数量占比进一步提升至 28.6%，同比+2.7pct，房间量占比提升至 40.8%。

风险提示：宏观经济波动风险，开店不及预期，竞争格局恶化。

君亭酒店：公司发布 2024 年中报：2024H1 公司实现营收 3.3 亿元，同比+49.8%，实现归母净利润 1370 万元，同比-31.82%，实现扣非归母净利润 1374 万元，同比-25.54%。其中 2024Q2 单季度，公司实现营收 1.7 亿元，同比+36.3%，实现归母净利润 903.8 万元，同比-43.5%，实现扣非归母净利润 907.4 万元，同比-41.1%。

2024H1 集团旗下在营直营店 RevPAR/ADR/OCC 分别为 310.5 元/496.2 元/62.6%，较去年同期分别 -2.1%/+7.2%/-5.9pct，较 2019 年同期分别 +10.4%/+15.2%/-2.7pct；2024Q2 集团旗下在营直营店 RevPAR/ADR/OCC 分别为 313.8 元/482.1 元/65.1%，较去年同期分别-10.5%/+0.8%/-8.2pct，较 2019 年同期分别+4.5%/+10.0%/-3.4pct。

门店签约稳步推进，核心区域布点持续加密。2024H1 公司新签约项目 19 家，其中君亭品牌 2 家，君澜品牌 10 家，景澜品 7 家，共计新增客房数近 3600 间。目前，公司中高端以上项目总数已超 400 家，客房总数超过 85000 间。君亭品牌签约 2 家委托管理酒店，并同时新开业 3 家直营酒店。

直营店爬坡拖累业绩，静待爬坡门店释放业绩。2023 年下半年至今公司加大了直营酒店投资，共计新增 8 家直营酒店，由于前期工程投入金额较大，受人工、固定资产折旧、装修摊销、房租等固定成本影响，公司直营店在开业初期存在较大亏损/经营承压等问题，对经营利润形成拖累。剔除新开业酒店影响，存量酒店平均毛利率与去年同期持平。

风险提示：宏观经济波动，门店爬坡不及预期，竞争格局恶化。

金陵饭店：公司发布 2024 年度半年报：24H1 公司实现营业收入 9.1 亿元，同比+2.0%；归母净利润 2319.2 万元，同比-25.6%，实现扣非归母净利润 1773.4 万元，同比-6.2%。24Q2 单季度实现营收 3.5 亿元，同比-14.0%；实现归母净利润 1586.1 万元，同比-25.33%；扣非归母净利润 1322.0 万元，同比-7.9%。利润减少的主要原因系：南京金陵饭店与新金陵公司受到房产税、土地使用税减免政策取消的影响；新开业的南京南城金陵文璟酒店（南京老门东项目）尚处于市场培育期；苏糖公司受酒类消费增长乏力及名酒出厂价上调等因素影响。

公司旗下酒店业务 24H1 实现营收 2.7 亿元，同比+1.0%，毛利率 40.5%，同比+0.3pct，面对年内需求面的复杂情况，以及供给端新店开业/核心门店装修改造的影响，仍维持了稳定的经营态势。

24H1 子公司苏糖糖酒实现营收 5.1 亿元，同比+2.1%；物业管理业务聚焦商办物管项目，顺利中标舜天集团项目二期。2024H1 物业管理板块实现营业收入 4181.7 万元，同比增长 10.7%。2024H1 食品业务维持高增，实现营业收入 2282.9 万元，同比增长 40.9%。

风险提示：酒店板块整合进度不及预期，宏观经济波动，食品业务增速不及预期，应收账款同比提升风险。

8 行业重点公司盈利预测及估值

重点公司盈利预测及估值

| 板块 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 净利润 (亿元) | | | 利润增速 (%) | | | PE | | |
|------|------|-------------|------------|----------|-------|-------|----------|-----------|--------|-----|-----|-----|
| | | | | 23A | 24E | 25E | 23A | 24E | 25E | 23A | 24E | 25E |
| 免税 | 中国中免 | 1,188.31 | 58.55 | 67.14 | 63.42 | 82.35 | 33.50% | -5.54% | 29.85% | 18 | 19 | 14 |
| | 王府井 | 135.87 | 11.97 | 7.09 | 6.5 | 9.35 | 264.10% | -8.32% | 43.85% | 19 | 21 | 15 |
| 人服 | 科锐国际 | 26.10 | 13.26 | 2.01 | 2.03 | 2.85 | -31.00% | 1.00% | 40.39% | 13 | 13 | 9 |
| | 君亭酒店 | 30.78 | 15.83 | 0.31 | 0.77 | 1.37 | 2.60% | 148.39% | 77.92% | 99 | 40 | 22 |
| 酒店 | 锦江酒店 | 234.32 | 23.86 | 10.02 | 15.83 | 17.83 | 691.10% | 57.98% | 12.63% | 23 | 15 | 13 |
| | 首旅酒店 | 130.64 | 11.70 | 7.95 | 8.87 | 9.7 | 237.80% | 11.57% | 9.36% | 16 | 15 | 13 |
| | 金陵饭店 | 24.02 | 6.16 | 0.6 | 0.66 | 0.74 | 43.03% | 10.00% | 12.12% | 40 | 36 | 32 |
| 餐饮 | 华住集团 | 0.00 | 22.90 | 40.85 | 41.65 | 44.38 | 324.30% | 1.96% | 6.55% | 16 | 16 | 15 |
| | 同庆楼 | 42.82 | 16.47 | 3.04 | 2.14 | 3.42 | 224.90% | -29.61% | 59.81% | 14 | 20 | 13 |
| 休闲景区 | 长白山 | 64.83 | 24.31 | 1.38 | 1.97 | 2.36 | 扭亏为盈 | 42.75% | 19.80% | 47 | 33 | 27 |
| | 宋城演艺 | 199.42 | 7.61 | -1.1 | 10.78 | 12.43 | -130.20% | -1080.00% | 15.31% | / | 18 | 16 |
| | 天目湖 | 27.77 | 10.28 | 1.47 | 1.52 | 1.7 | 623.90% | 3.40% | 11.84% | 19 | 18 | 16 |
| | 九华旅游 | 37.02 | 33.45 | 1.75 | 2.02 | 2.19 | 1374.90% | 15.43% | 8.42% | 21 | 18 | 17 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; 股价为 2024 年 9 月 4 日收盘价, 华住集团市值/股价单位为港元。

9 投资建议

1) 教育板块景气度上行, 推荐**华图山鼎、中国东方教育、行动教育**, 建议关注豆神教育、学大教育、凯文教育。2) 推荐基本面扎实的景区标的**长白山、九华旅游、宋城演艺**, 建议关注天目湖、众信旅游、黄山旅游、峨眉山 A、三峡旅游。3) 推荐扎根下沉市场客群、旅游业务发展迅速的OTA龙头**同程旅行**。4) 海南离岛免税客流超预期, 重点推荐**中国中免、王府井**; 5) 酒店估值回调较多, 核心标的估值处于历史较低位置, 重点推荐**锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、华住集团、金陵饭店**, 建议关注美股亚朵集团; 6) 人服主线重点推荐商业模式存在防御属性的**北京人力**, 建议关注科锐国际、外服控股; 7) 推荐外展业务高景气、成长空间较大的**米奥会展**, 建议关注兰生股份。8) 推荐疫后同店有望修复、成长性基本面较强、新品牌&新业态正在孵化的**海伦司、海底捞、同庆楼、广州酒家**, 建议关注餐饮龙头**九毛九、奈雪的茶、呷哺呷哺**。

10 风险提示

1).宏观经济波动风险: 经济增速放缓、通货膨胀加剧、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险。

2).行业竞争加剧风险: 餐饮、旅游等行业竞争者众多、短期市场总量难以出现较大增长，为争夺市场份额加大营销投入甚至出现价格战的风险。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 国内旅游人次季度数据 (单位: 亿人次) | 5 |
| 图 2: 国内旅游人均消费水平季度数据 (单位: 元) | 5 |
| 图 3: 国内节假日日均旅游人次数据 (单位: 亿人次) | 6 |
| 图 4: 国内节假日人均旅游消费数据 (单位: 元) | 6 |
| 图 5: 餐饮社零总额 (亿元) | 10 |
| 图 6: 餐饮行业整体门店数量指数 (21 年 5 月为 1) | 11 |
| 图 7: 餐饮行业整体店效指数 (21 年 5 月为 1) | 11 |
| 图 8: 海口美兰机场日均执行量 (单位: 趟) | 15 |
| 图 9: 三亚凤凰机场日均执行量 (单位: 趟) | 15 |
| 图 10: 海口美兰机场日均客流量 (单位: 万人) | 16 |
| 图 11: 2022-2024 年节假日离岛免税销售表现情况 | 16 |
| 图 12: 新增招聘公司数量 (个) | 19 |
| 图 13: 新增招聘帖数 (个) | 19 |
| 图 14: 新增招聘帖数恢复至 2019/2021 的百分比 (%) | 19 |
| 图 15: 24Q2 酒店龙头 RevPAR 较 19 年恢复度和环比普遍下滑 | 28 |
| 图 16: 24Q2 仅亚朵 OCC 较 19 年同比为正 | 28 |
| 图 17: 24Q2 酒店龙头全口径 ADR 同比 19 年普遍正增长 | 29 |
| 图 18: 24Q2 酒店龙头全口径 RevPAR 同比普遍下滑 | 29 |
| 图 19: 24Q2 酒店龙头全口径 OCC 仅华住/亚朵同比为正 | 29 |
| 图 20: 24Q2 酒店龙头全口径 ADR 仅君亭为正 | 29 |
| 图 21: 酒店龙头门店数量 | 30 |
| 图 22: 门店增速整体分化 | 30 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 24 年上半年社服板块营收/归母净利润增速明细 | 4 |
| 表 2: 24 年 Q2 社服板块营收/归母净利润增速明细 | 4 |
| 表 3: 旅游行业 24 年半年度/24 年第二季度的收入/归母净利润情况 (单位: 亿元) | 7 |
| 表 4: 餐饮行业 (A 股) 2024 年上半年及 2024 年二季度业绩 (单位: 亿元) | 11 |
| 表 5: 餐饮行业 (港股) 2024 年上半年业绩 (单位: 亿元) | 11 |
| 表 6: 19H1-24H1 教育板块营业收入情况 (单位: 亿元) | 23 |
| 表 7: 19H1-24H1 教育板块归母净利润情况 (单位: 亿元) | 23 |
| 重点公司盈利预测及估值 | 33 |

分析师承诺

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。 | 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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 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