

社会服务行业2025年度投资策略：
内需提振主题下，关注出行链相关行业上行空间

邓奕辰



01

社会服务行业总览

02

旅游景区

03

餐饮

04

酒店

05

教育

06

会展

07

人服

08

免税

09

风险提示

CONTENTS

目录



1 社会服务行业总览

► 核心观点:

2024年,社服行业估值在前8个月处下行趋势,9月下旬以来反转上行,主要受益于系列政策出台对内需消费的提振效果;展望未来,内需提振主题下,预计供给端结构体系也将持续优化升级以更好实现需求匹配,供需双端良性循环下,社服行业有望持续优化,行业内基本面优异、成长性较高、当前估值分位处历史低位的标的估值仍有上行空间。细分来看,各行业投资观点如下:

旅游:“旅游强国”方向性指引、系列政策对旅游出行发展的指导意见、出入境免签国家数量的持续增加、冰雪游行业热度的逐年推高为旅游行业整体景气度上行带来强驱动力,此趋势下主要集中于景区本身知名度极高、具备一定交通改善或新项目落地的标的,推荐本身基本面强劲、冰雪游业态开拓新成长曲线的长白山,受益于行业β及自身业务拓展,成长步伐稳健的同程旅行,建议关注黄山旅游、峨眉山A、众信旅游。

餐饮:24年前三季度餐饮社零总额处上行趋势,但行业高速发展、社媒平台热点催化带来的红利期已过,火锅/咖啡茶饮等细分行业已步入存量竞争阶段。展望未来,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高景气的核心考量项。上市公司相关标的上,推荐嗨啤合伙人优化门店结构促业绩优化的海伦司、品牌势能稳定持续探索新方向的海底捞,区域品牌势能强劲、餐饮菜品优势突出、随新开酒店渡过爬坡期毛利率有望攀升的同庆楼。

酒店:24年前三季度ADR/REVPAR数据同比承压,商务需求的波动、供给修复对经营数据的影响仍存,但近期出台的内需消费及出行鼓励政策及未来政策预期下行业景气度有望上行;酒店行业各龙头企业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处5年内较低位置,本身竞争力仍处持续优化状态,重点关注成长通道清晰的君亭酒店、首旅酒店、华住集团。

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,建议关注合法合规的教培机构,1、职业教育优质龙头:推荐企业管理培训龙头行动教育,推荐招录培训龙头华图山鼎,建议关注布局中职学历职教及职业技能培训的科德教育;2、建议关注学大教育、昂立教育;3、AI教育产品及教育信息化:建议关注世纪天鸿。

人服:当前我们认为政策端已经呈现相对积极的信号,人服板块的估值处于底部,推荐北京人力、科锐国际。

会展:海外自办展行业受益于“一带一路”倡议、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。

免税:口岸免税或成为免税龙头明年业绩增量来源,推荐中国中免,王府井。

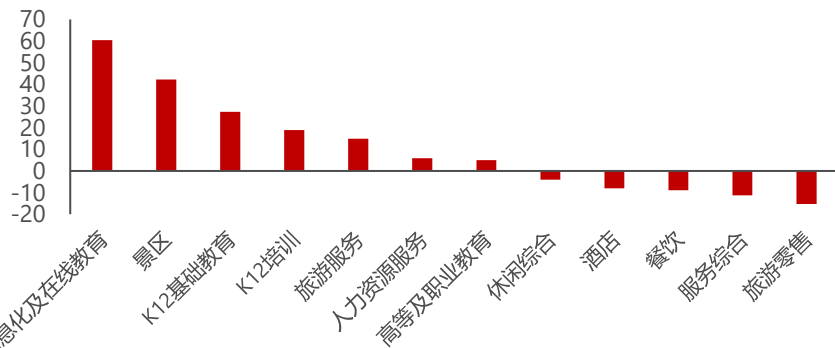
风险提示:宏观经济增速不及预期风险、扩张速度不及预期风险、行业竞争加剧风险、政策不确定性风险、地缘政治风险、项目落地不及预期风险、出境游高景气冲击风险。

社会服务行业总览-行业涨跌幅情况

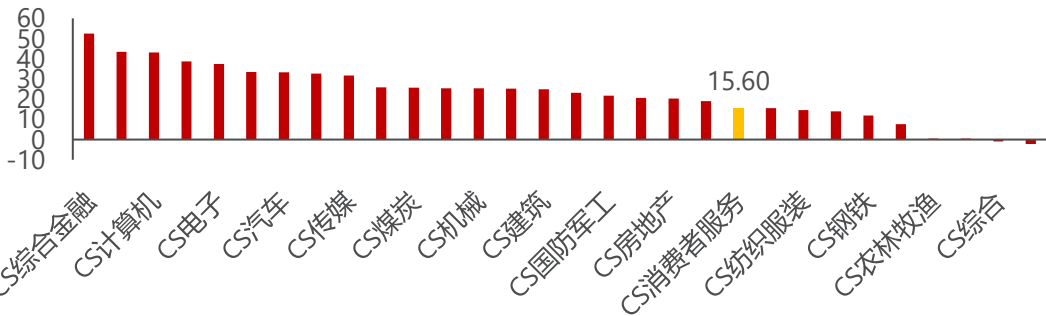
• 社会服务行业年初至今（截至12月11日）涨跌幅情况：

- 1) 年初至今上涨15.6%，位列中信一级行业第21位；
- 2) 细分行业来看，教育及旅游为核心上涨板块，三级行业中教育信息化及在线教育、K12基础教育、K12培训年初至今涨跌幅分别达60.41%/27.25%/18.87%，景区、旅游服务行业年初至今涨跌幅分别为42.19%/14.82%。

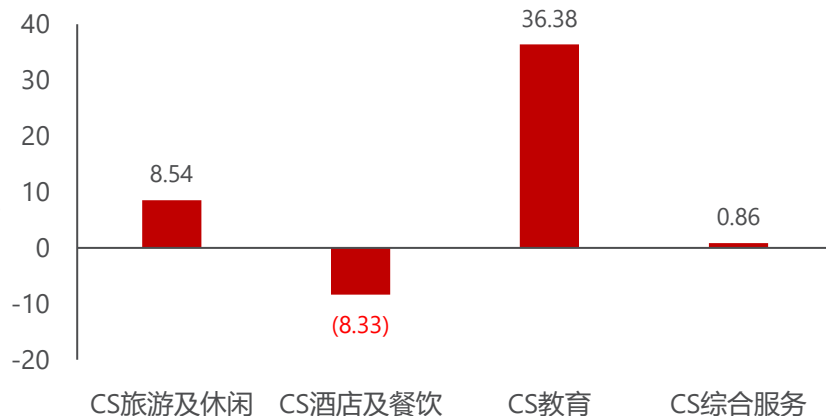
图表：中信消费者服务三级行业涨跌幅情况（%）



图表：消费者服务行业年初至今上涨15.6%，位列中信一级行业第21位（%）



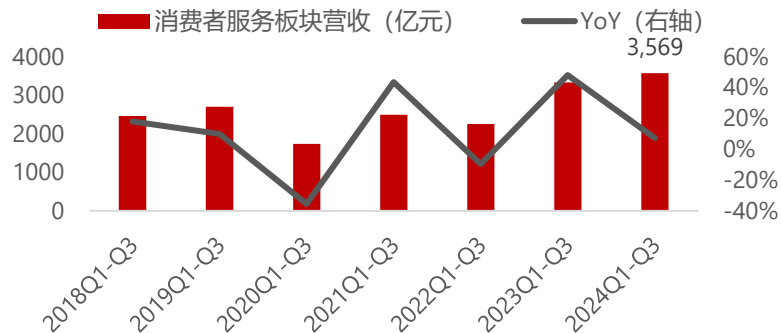
图表：中信消费者服务二级行业涨跌幅情况（%）



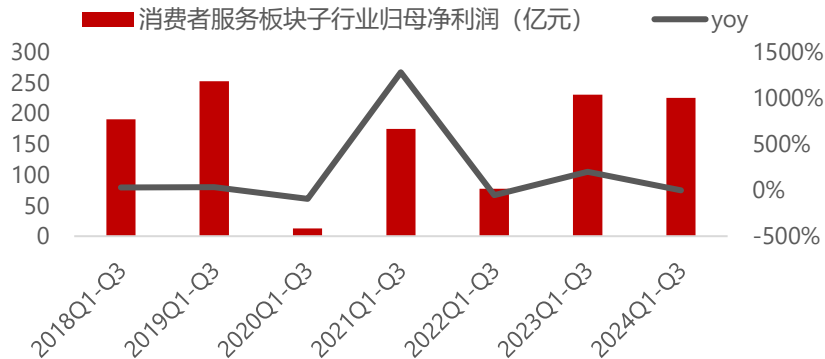
资料来源：ifind，民生证券研究院

社会服务行业总览-行业营收/利润表现

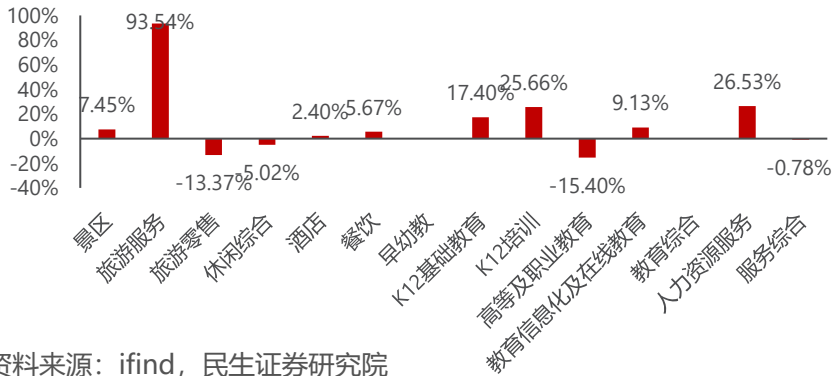
图表：中信消费者服务板块前三季度营收情况-营业收入整体上行7%



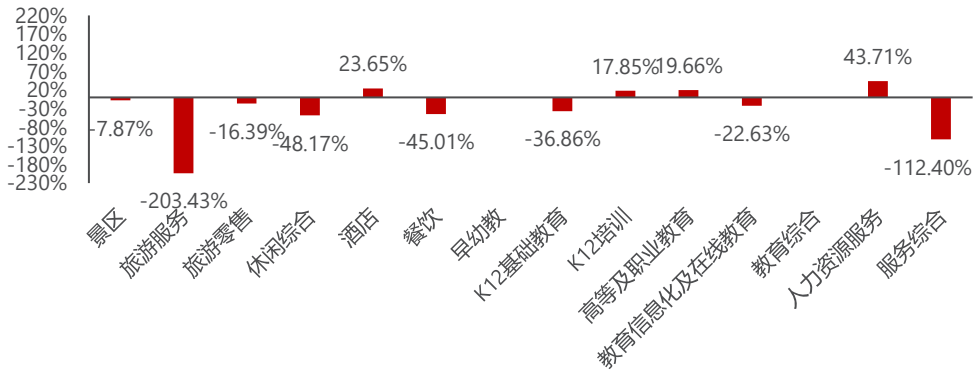
图表：中信消费者服务板块前三季度归母净利润情况-利润表现略低于23年同期



图表：中信消费者服务三级行业前三季度营收同比涨跌幅情况 (%) - 旅游服务相关标的结束承压态势



图表：中信消费者服务板块前三季度归母净利润增速-人力资源/酒店行业利润上行趋势明显



资料来源：ifind，民生证券研究院

社会服务行业总览-行业重仓情况

从24Q3基金在社服板块的重仓股持股表现来看，基金在社服板块整体有所减配，24Q3基金持仓社服重仓股总股数合计为3.78亿股/环比-12%。具体来看，北京人力为消费者服务第一大基金重仓股，持股市值占基金股票投资市值比为9.08%。从重仓股前十来看，24Q3黄山旅游、西域旅游、锦江酒店、科锐国际重新进入机构社服重仓股前十。

社会服务行业24Q3基金重仓股表现

排名	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
1	北京人力	19	3,677.17	-954.73	-20.61	11.61	70,160.34	7.07	9.08
2	黄山旅游	2	20.00	-44.98	-69.22	0.03	254.20	0.51	8.54
3	峨眉山A	13	282.94	-115.65	-29.02	0.54	4,000.75	0.74	7.10
4	米奥会展	6	374.79	-4.59	-1.21	2.82	6,633.83	6.07	6.91
5	宋城演艺	23	8,721.14	-3,129.19	-26.41	3.71	91,746.38	3.54	6.86
6	博瑞传播	1	15.26	0.00	0.00	0.01	70.65	0.02	6.77
7	锦江酒店	37	2,821.68	-647.96	-18.68	2.64	88,403.11	4.31	6.43
8	西域旅游	3	38.96	-231.72	-85.61	0.25	1,478.14	5.55	6.26
9	科锐国际	17	1,760.35	-81.99	-4.45	8.97	38,956.63	4.66	6.06
10	中国中免	55	5,807.88	116.58	2.05	2.81	448,368.10	5.03	5.90

资料来源：Ifind，民生证券研究院，持股总市值计算基础为24年10月25日收盘价



2 旅游景区：“政策驱动+需求端强劲”构筑行业景气度上行基石

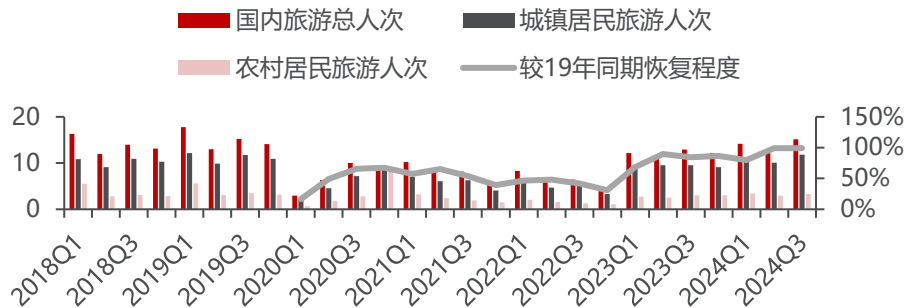
2.1

国内景区24年经营表现回顾：旅游出行消费偏向旺季集中释放，旺季消费需求增长态势明显

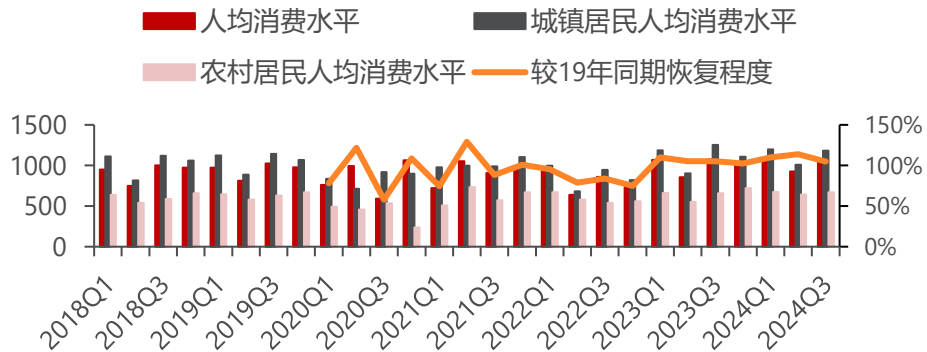
回顾24年前三季度景区行业上市公司整体经营表现

- 2024Q1:** Q1旅游人次/旅游收入较19年同期恢复度79.85%/64.94%，恢复度提升但与19年同期相比仍有差距，人均消费与23年同期持平，恢复至19年同期81.33%。
- 2024Q2:** Q2旅游人次/旅游收入较19年同期恢复度100.46%/114.39%，季度恢复度首次超越19年同期水平，人均消费恢复度达19年同期的113.86%。
- 2024Q3:** Q3旅游人次/旅游收入较19年同期恢复度99.22%/103.87%，旅游人次/旅游收入较19年同期恢复程度同比23年同期上升，人均消费恢复度达19年同期104.69%。
- 总结:** 旅游行业季度表现差异化态势明显，旺季基本恢复19年同期水平、淡季较19年仍偏于平淡；结合人均消费水平来看，旅游出行消费偏向旺季集中释放，整体消费需求与19年相比处增长态势；淡旺季分化明显且二三季度为旺季的景区受益幅度大。

图表：国内季度旅游人次情况（单位：亿人次）



图表：国内季度旅游人均消费情况（单位：元/人次）



2.2

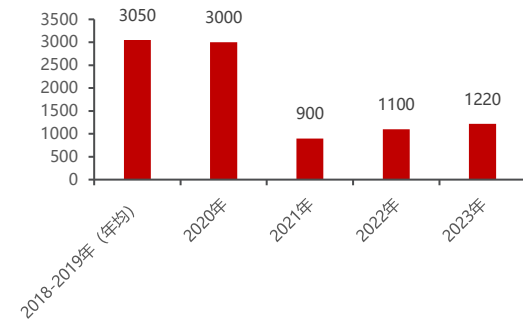
旅游景区发展展望：冰雪游市场供需双端持续上行且获政策跟进，有望成为旅游行业新增长极

图表：截至2024年12月国内与冰雪运动/冰雪游相关的宏观政策

政策名	发布时间	发布部门	冰雪游相关内容
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	国家体育总局	重点打冰雪运动等特色体育产业集聚区和产业带
《竞技体育“十三五”规划》	2016年8月	国家体育总局	大力推动冰雪运动发展、扩大冬季项目发展规模及布局、推进冰雪运动“南扩西展”战略
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指引》	2016年10月	国务院办公厅	以冬奥会为契机，结合京津冀协同发展发展战略，围绕“三亿人上冰雪”目标，全面发展冰雪产业
《“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要（2018-2022年）》	2018年8月	国家体育总局	在对北京冬奥会展开提出规划与指导意见的同时，也强调大力发展冰雪运动的愿景，力求实现“带动三亿人参加冰雪运动”的目标
《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	2019年3月	中共中央、国务院	强调加快发展冰雪健身休闲产业，推动冰雪旅游产业发展、促进冰雪产业与相关产业深度融合
《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	2021年2月	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	扩大冰雪旅游优质产品供给、深挖冰雪旅游消费潜力、推动冰雪旅游与相关行业融合、提升冰雪旅游公共服务、夯实冰雪旅游发展
《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	2023年9月	国务院办公厅	强调发展冰雪经济，推动冰雪运动、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，指导加强滑雪旅游度假地建设
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024年11月	国务院办公厅	持续推动冰雪运动发展、完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、培育壮大冰雪经济经营主体、促进和扩大冰雪消费、强化冰雪经济要素保障、深化冰雪经济对外合作、加强服务保障
《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》	2024年12月	国家发改委	<ol style="list-style-type: none"> 1) 通过中央预算内投资、地方政府专项债券、中央集中彩票公益金等渠道，支持符合条件的冰雪场地和文旅设施建设； 2) 支持符合条件的冰雪经济领域基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目发行上市； 3) 鼓励文旅类国有企业参与冰雪经济发展，积极引进民营资本和外资参与冰雪资源开发。 4) 支持以冰雪为主题的旅游度假区和旅游景区建设，引导从单季开发向四季运营转变； 5) 探索设立地方冰雪日和专门假期，优化过境免签政策，吸引国内外游客 6) 支持东北地区有条件的高等院校和职业学校开设冰雪经济相关专业 7) 支持地方对冰雪项目用地优先安排土地利用计划指标，依法依规加快办理冰雪产业项目林草地占用、农用地转用和土地征收等审批手续。

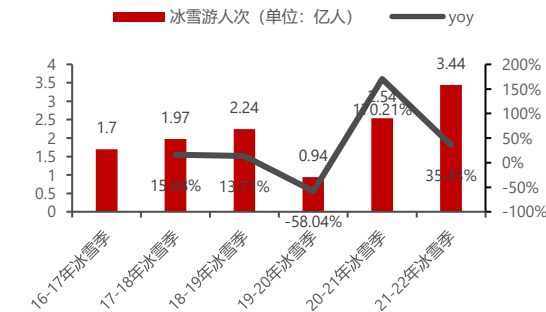
资料来源：中共中央办公厅、国务院办公厅、国家发展改革委、文化和旅游部、国家体育总局，民生证券研究院

图表：冰雪旅游重资产年投资规模（亿元）



资料来源：中国冰雪旅游发展报告，2023民生证券研究院

图表：冰雪旅游人次逐年上行



资料来源：中国冰雪旅游消费大数据报告2023，2023民生证券研究院

2.3 旅游景区发展展望：关注线上热度更迭带来的客群结构变化

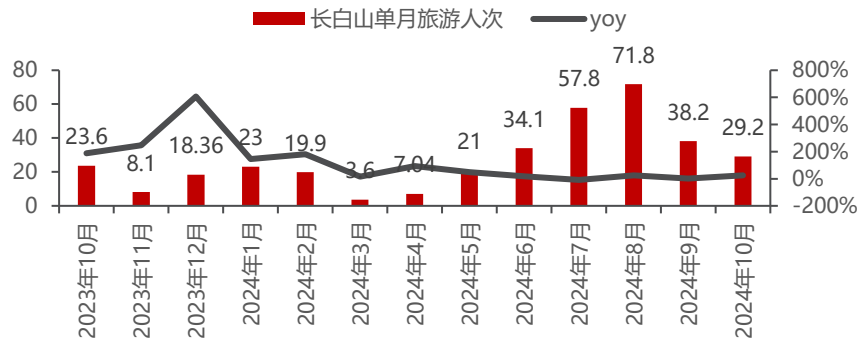
- 旅游行业发展演化-线上渠道打通与年轻化趋势：**早年社交媒体平台以网络社区/论坛和直播平台为主，此类平台内容展现模式与旅游宣传契合度较低，线上引流的商业模式相对不成熟，导致旅游行业线上宣传力度较小，多通过自身知名度和电视/地铁广告引流；随网络社交媒体平台演变，抖音、快手、小红书等短视频平台/泛交互平台出世并走向成熟，旅游行业开始逐步打通线上渠道，通过线上渠道创“旅游热点”并为旅游目的地引流。23年以来，围炉煮茶、淄博烧烤、夜间爬山、盛唐密盒、云南旅游、寺庙旅游、冰雪旅游等旅游热点的相继出世，年末哈尔滨冰雪大世界带动的旅游热潮使各地文旅局对线上渠道宣传的力度加大，旅游行业进入线上流量赋能时代，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

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（万人次）



资料来源：长白山管委会，民生证券研究院

2.4 旅游景区发展展望：旅行社入境游/出境游-上市公司旅行社多作为旅游批发/旅游零售商，中间抽成模式下规模随行业β成长

图表：旅行社行业结构框架（批发商/零售商对上游/下游环节的议价能力决定竞争力和成长空间）



资料来源：民生证券研究院绘制

2.5

个股观点：“政策驱动+需求端强劲”构筑行业景气度上行基石，关注知名度高且具备交通改善/新项目落地逻辑标的

- 旅游景区：**受1) 气候；2) 部分国有景区免门票/门票优惠力度加大；3) 多数旅游行业上市公司去年业绩高基数；三因素影响下旅游景区行业多数上市公司标的前三季度业绩承压；从未来发展来看，“旅游强国”方向性指引、系列政策对旅游出行发展的指导意见、出入境免签国家数量的持续增加、冰雪游行业热度的逐年推高为旅游行业整体景气度上行带来强驱动力，此趋势下主要集中于景区本身知名度较高、具备一定交通改善或新项目落地的标的，推荐本身基本面强劲、冰雪游业态开拓新成长曲线的**长白山**，受益于行业β及自身业务拓展，成长步伐稳健的**同程旅行**，建议关注黄山旅游、峨眉山A、众信旅游。
- 长白山：**1) **冰雪游催化：**长白山冰雪游在行业高景气/政策催化/冰雪业态逐步完善/线上宣传赋能等因素驱动下逐步崛起，“暑期+冰雪季”双轮驱动模式下未来成长空间大；2) **外部交通优化预期：**外部铁路/航路/高速交通优化预期强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力；3) **内部交通和经营改善预期：**内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率优化、包车业务成长潜力足、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。预计24-26年公司归母净利润1.61/2.09/2.68亿元，维持“推荐”评级。
- 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。
- 同程旅行：**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。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为19.42亿元、24.85亿元及29.58亿元，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。

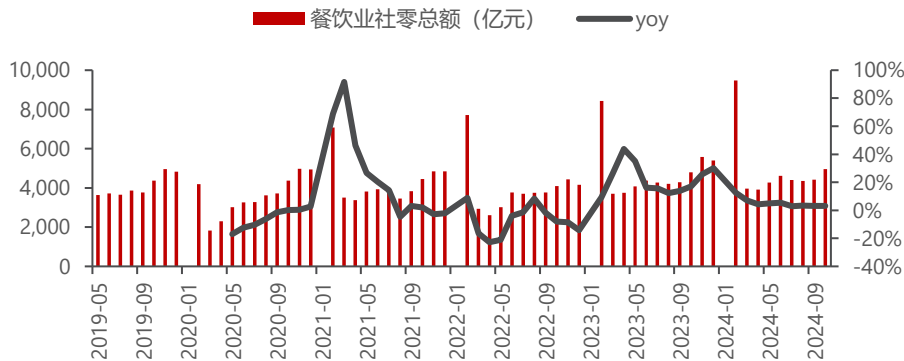


3 餐饮：逐步步入存量竞争阶段，关注品牌势能维稳能力强且门店架构持续改善的餐饮标的

3.1 餐饮业：行业连锁化率持续提升，外卖业务逐步占比快速提升

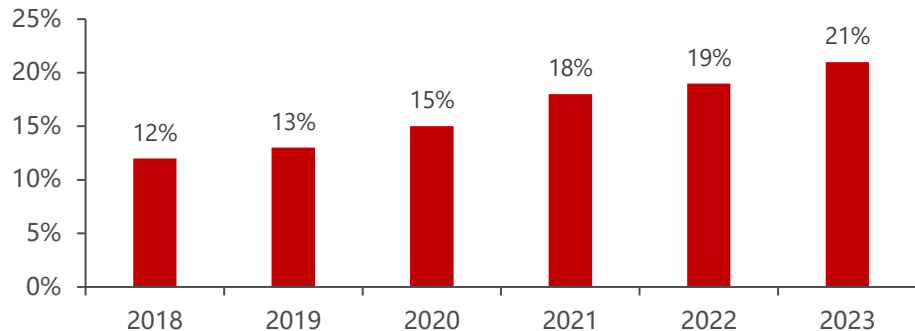
- 行业连锁化率持续提升，外卖业务占比逐年提升。24年年初至今餐饮业增速有所放缓但与23年同期相比仍处增长态势；从行业内部趋势变化来看，连锁化率提升/外卖业务占比提升为近年来餐饮业两大主流趋势，连锁化率提升我们认为可归因于过往公共卫生事件扰动下行业出清使连锁门店以低成本获得优异区位门店所致；外卖业务占比提升则是生活节奏加快、独居经济发展的结果。

图表：餐饮业社零总额变化情况（亿元）

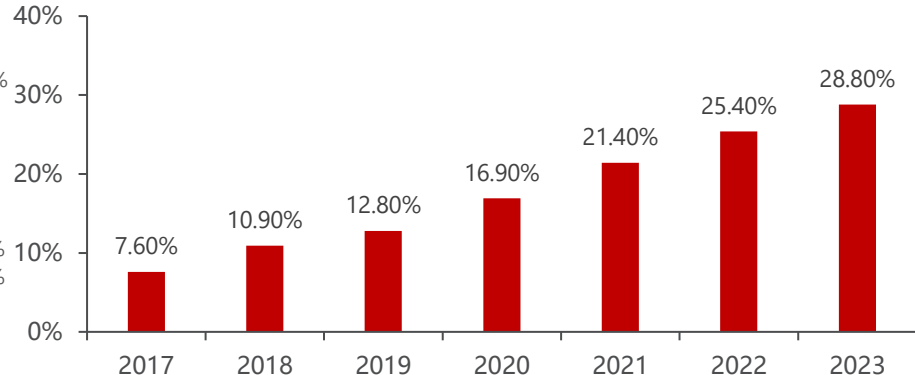


资料来源：ifnd，民生证券研究院

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（%）



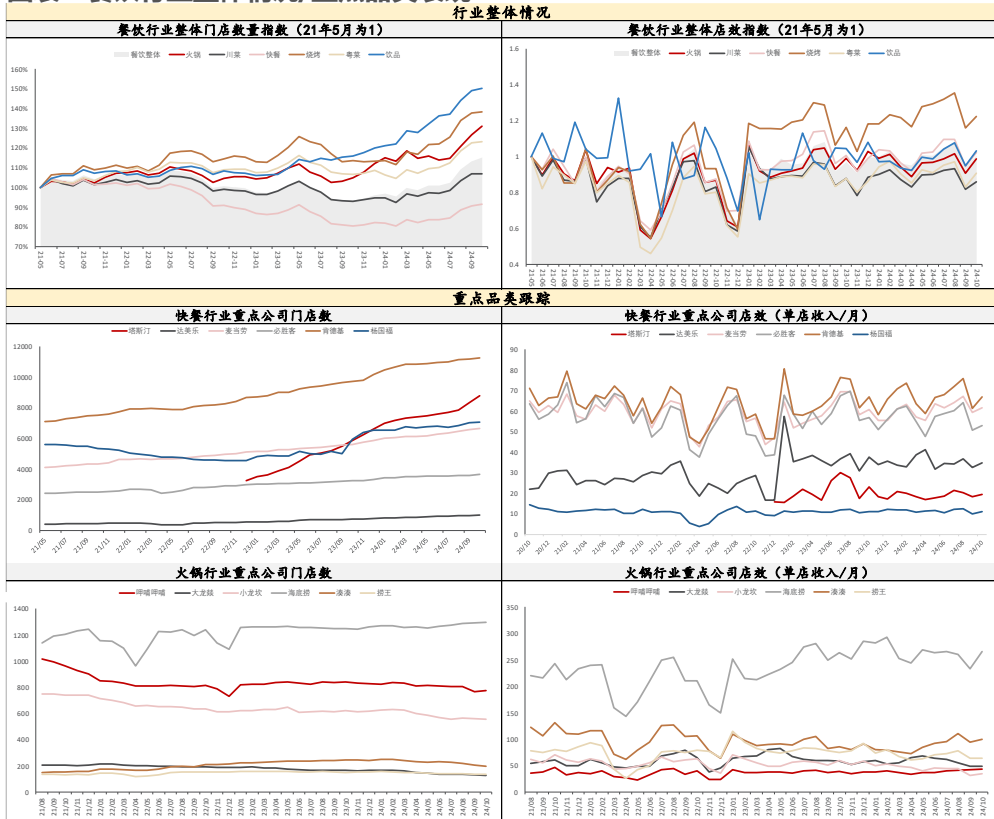
资料来源：CNNIC，艾媒数据中心，民生证券研究院

餐饮行业：24年各行业店数多数上行/店效恢复不一，快餐行业龙头

品牌门店仍维持快扩趋势，火锅行业进入存量博弈阶段

3.2

图表：餐饮行业整体情况/重点品类表现



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

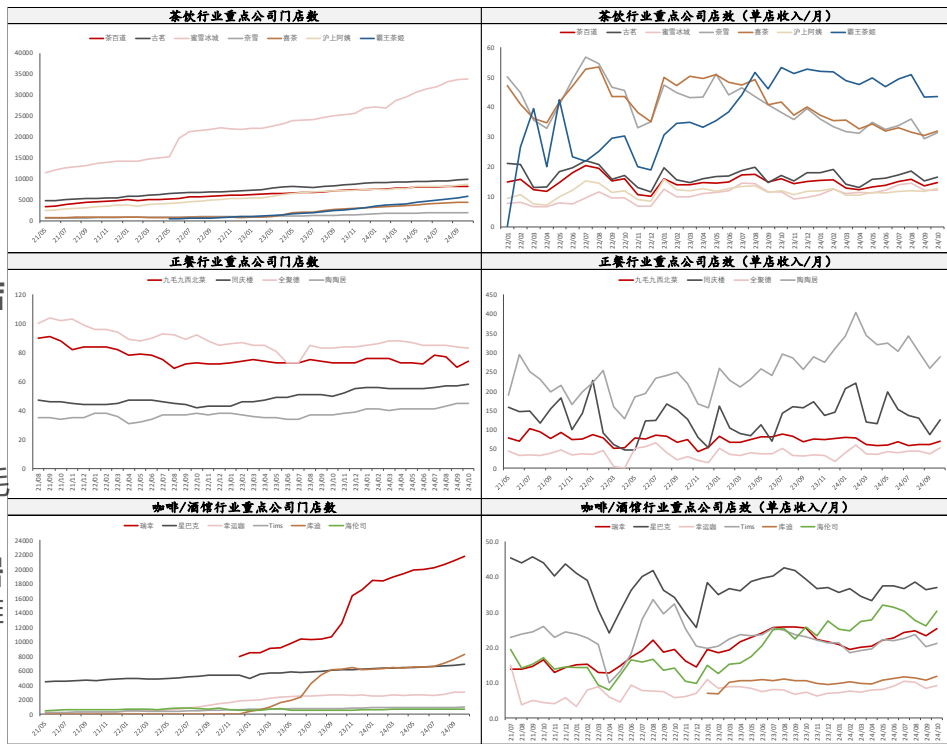
- 24年行业整体表现：店数来看，24年餐饮行业整体门店数量呈上行趋势，饮品/烧烤/火锅/粤菜行业门店数量增速快，截至24年10月门店数量分别达21年5月的150%/138%/131%/123%，川菜/快餐门店数量上行但整体恢复速度较慢，截至24年10月分别恢复至21年5月的107%/92%。店效来看，24年餐饮行业店效水平振幅明显，与21年5月相比，在21年5月95%-108%区间内波动，各品类恢复程度不一。**
- 快餐行业重点公司表现：肯德基/麦当劳经营仍显强势且维持高速扩张，塔斯汀门店进入快扩阶段。店数来看，24年肯德基/塔斯汀/麦当劳门店延续高速扩张趋势，其余品牌扩张速度维稳，低线城市扩张战略仍为重心；店效来看，肯德基/麦当劳/必胜客为快餐行业重点公司店效前三，6-8月为经营旺季。**
- 火锅行业重点公司表现：门店数量略有下滑，行业进入存量博弈阶段。店数来看，除海底捞门店数量略有拔高外，其余各火锅品牌门店数量略有下行，门店布局偏保守；店效来看，凑凑24年以来店效上行明显，其余品牌店效在区间内波动。从门店数/店效情况可以看出，火锅行业已逐步步入存量博弈阶段，头部品牌服务/火锅质量的差距将成为后续竞争出清的关键。**

3.3

餐饮行业：茶饮/咖啡行业均延续高扩张步伐，海伦司/瑞幸/幸运咖 高速扩张同时店效表现强劲

- 茶饮行业重点公司表现：**跑马圈地扩张趋势明显，部分品牌因扩张速度较快店效短期承压。店数来看，各头部品牌门店仍处跑马圈地态势，其中奈雪的茶年初后门店扩张步伐趋于稳健，其余品牌仍处高速扩张态势，蜜雪冰城/霸王茶姬/喜茶为门店增速前三，24年1-10月净增门店数分别为6874/2743/1338家。**店效来看**，霸王茶姬/奈雪的茶/喜茶店效处下行趋势，其中霸王茶姬/喜茶店效下行或是店数扩张速度加快导致的品牌势能短期下行所致。
- 正餐行业重点公司表现：**门店数表现趋稳，同庆楼/陶陶居月度店效表现亮眼。店数来看，为保证菜品质量，以大厨现炒为核心的正餐行业核心品牌均以直营门店为主导，门店数量绝对值波动幅度小，其中九毛九/同庆楼/陶陶居24年1-10月门店数净增长1/3/6家；**店效来看**，同庆楼/陶陶居店效均有出现月度短期峰值，其中陶陶居月度店效峰值超越21年以来最高位；全聚德/九毛九店效略有下行。
- 咖啡/酒馆行业重点公司表现：**瑞幸/库迪/星巴克门店扩张速度居高，海伦司店效上行明显。店数来看，咖啡/酒馆各品牌门店均维持扩张态势但速度不一，24年1-10月瑞幸/库迪/星巴克门店扩张速度位列前三，分别净增4641/2120/681家。**店效来看**，咖啡/酒馆行业海伦司/瑞幸/幸运咖品牌店效上行趋势明显，海伦司店效上行可能是当前嗨啤合伙人为主的门店组合结构成功的体现。

图表：餐饮行业整体情况/重点品类表现



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

3.4

餐饮业发展展望：消费者对精神需求重视程度持续提升，关注IP建设对各餐饮品牌的赋能效果

- 纵观当前餐饮业相关宏观环境，行业线下经营整体步入存量竞争阶段、消费者在海量信息冲击下愈发寻求能满足“精神需求”的新颖产品；此背景下，通过餐饮IP塑造满足消费者精神需求成为获取流量的核心方式。**从现有餐饮流量获取模式来看**，品牌端的IP引流方式可分为核心菜品宣传、吉祥物赋能及联动引流三类，线上自媒体博主则以个人形象为IP通过各类活动引流，各渠道已出现佼佼者。展望未来，围绕IP的创新延展将成品牌热度提升/品牌势能上行关键，各餐饮品牌在此端口发力情况需持续关注。

图表：餐饮行业IP主要表现形式、引流模式及代表IP

	主要表现形式	具体引流模式	代表IP
品牌深化IP	核心菜品宣传	具体引流模式：通过品牌与单一菜品结合宣传强化消费者认知印象，使消费者对某一菜品有消费需求时第一时间想起相关品牌	相关IP举例：费大厨辣椒炒肉、太二酸菜鱼
	吉祥物赋能	具体引流模式：通过拟人化吉祥物IP强化消费者对品牌的认知	相关IP举例：蜜雪冰城“雪王”IP、海底捞“小嗨”IP
	联动引流	具体引流模式：通过与著名IP联动获得短期流量冲高	相关IP举例：奈雪的茶/喜茶/霸王茶姬等奶茶类品牌在此方面有多类动漫/游戏IP联动
个人核心IP	餐饮探店博主	具体引流模式：通过品牌与单一菜品结合宣传强化消费者认知印象，使消费者对某一菜品有消费需求时第一时间想起相关品牌	相关IP举例：真探唐仁杰、Meetfood觅食
	餐饮品牌创始人	具体引流模式：主要通过餐饮业创业经验分享/经营策略分享引流	相关IP举例：蒋毅（成都豪虾传）、老林（郑州曼玉融合餐厅）
	资深餐饮工作者	具体引流模式：主要通过开店经验分享/避雷进行引流，也会线上连麦形式协助观众中的餐饮从业者分析其所选餐饮门店位置好坏	相关IP举例：个人博主陕北霞姐、黄耕等
	名厨/特色厨师	具体引流模式：名厨通过菜品创新、各类菜品制作方式引流，特色厨师会进行一定程度的概念结合，如视频中同时展现做菜过程及乡村生活方方面面等	相关IP举例：个人博主欧阳仟来、刘俊良等

3.5

个股观点：逐步步入存量竞争阶段，关注品牌势能维稳能力强且门店架构持续改善的餐饮标的

- 餐饮：**24年前三季度餐饮社零总额处上行趋势，但行业高速发展、社媒平台热点催化带来的红利期已过，火锅/咖啡茶饮等细分行业已步入存量竞争阶段。展望未来，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高景气的核心考量项。上市公司相关标的上，推荐嗨啤合伙人优化门店结构促业绩优化的**海伦司**、品牌势能稳定持续探索新方向的**海底捞**，区域品牌势能强劲、餐饮菜品优势突出、随新开酒店渡过爬坡期毛利率有望攀升的**同庆楼**。
- 海伦司：**聚焦公司后续“嗨啤合伙人”合作门店逐步渡过爬坡期带来的毛利率优化效果，及社区店新店型带来的新增长曲线。预计公司24/25/26年实现利润2.63/4.10/4.92亿元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**拓店不及预期，行业竞争加剧。
- 海底捞：**“啄木鸟计划”和“硬骨头计划”带动公司门店经营状况优化，叠加公司积极尝试子品牌、个性化门店、加盟业务探索和服务细致化的举措，公司未来有望通过细分赛道/子品牌和加盟店打造新成长曲线。预计公司 24/25/26 年实现归母净利润 45.43/48.93/52.07 亿元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险，品牌势能下滑风险。
- 同庆楼：**看好同庆楼各项业务后续发展优化：**1) 餐饮业务：**同庆楼餐饮门店模型不断改进优化，看好后续单店获客及盈利能力增长；**2) 食品业务：**公司食品业务已布局安徽/江苏/武汉市场，线上线下载渠道铺设迅速，随渠道逐步铺开地方市场渗透率有望加速上行；**3) 宴会服务：**公司一站式宴会服务模式较为稀少且为消费者所青睐，随口碑积累、品牌门店增加，有望快速抢占市场；**4) 酒店业务：**与餐饮/宴会业务优势结合符合客群需求，具备可复制性，后续酒店业务随开店经验累积、经营模型优化，有望成为公司营收全新增长点。预计24-26年归母净利润分别为2.14/3.42/4.41亿元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**拓店不及预期风险，行业竞争加剧风险。



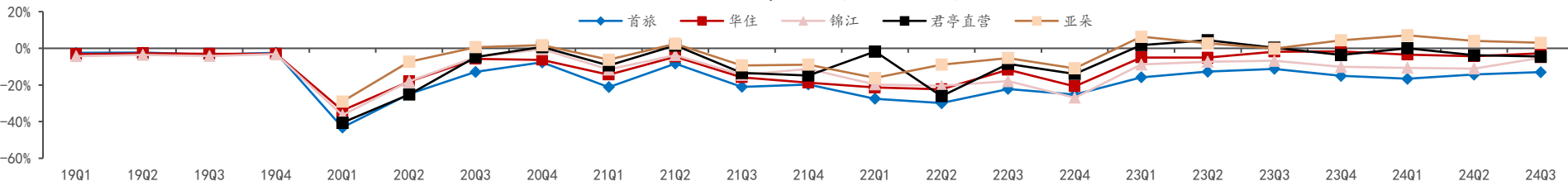
4 酒店：内需提振下行业景气度有望持续上行，关注成长通道清晰标的

4.1

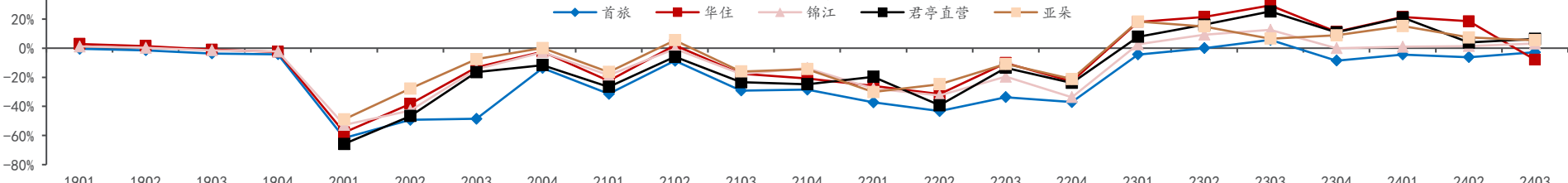
酒店板块跟踪：24年前三季度酒店龙头ADR/RevPAR均高于19年同期但较23年同期均有下滑，亚朵/华住入住率水平高于23年同期

图表：龙头经营数据恢复表现存在一定分化 (%)

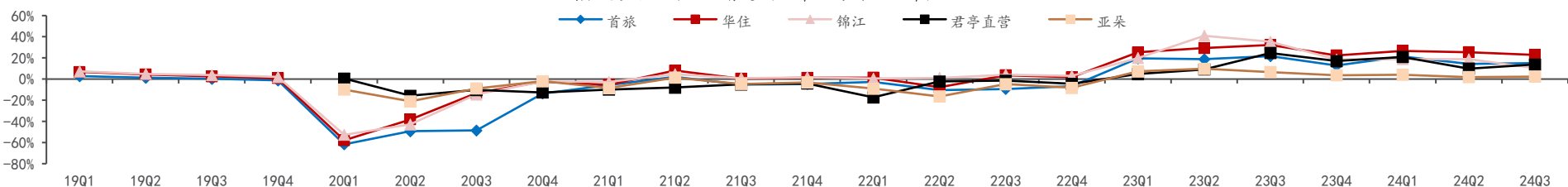
酒店龙头全口径OCC增速 (pct. 20年后为对比19年)



酒店龙头全口径RevPAR增速 (20年后为对比19年)



酒店龙头全口径ADR增速 (20年后为对比19年)

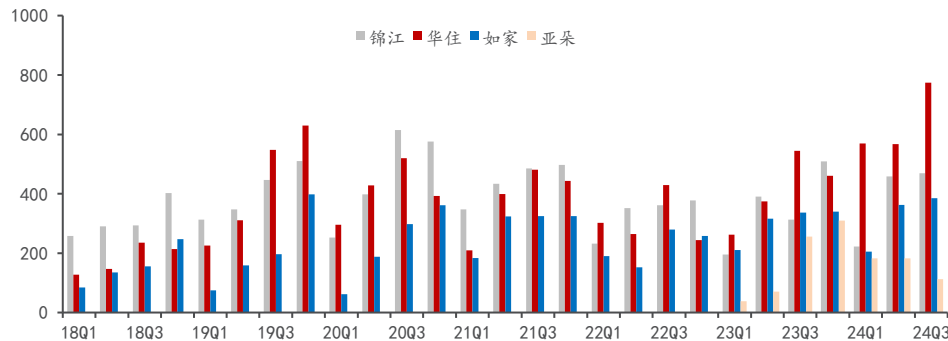


4.2

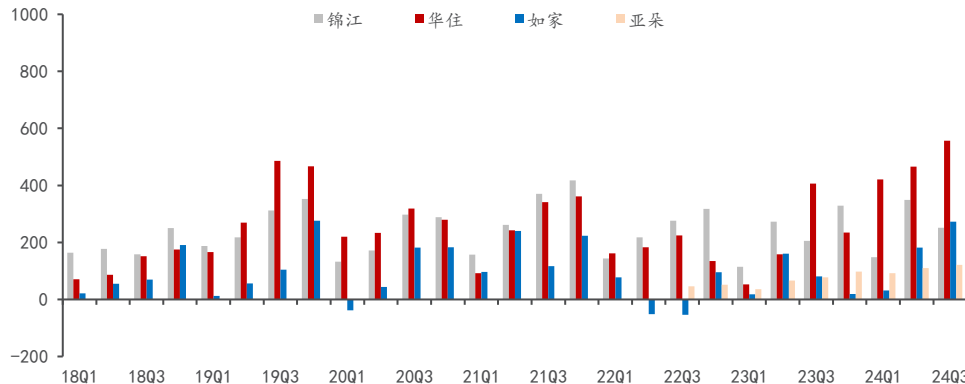
酒店板块跟踪：24年前三季度龙头酒店拓店速度同比增长，中高端酒店数量占比持续提升

- ▶ **龙头酒店拓店速度同比增长，华住/亚朵拓店速度亮眼。**各龙头酒店公司24Q1-Q3拓店速度均高于23年同期，但增速表现有所分化，锦江/华住/首旅/亚朵24Q1-Q3拓店数同比增加28.0%/61.7%/10.3%/90.5%；关店情况来看，亚朵24Q1-Q3门店结构调整步伐最大，24Q1-Q3分别关店97/123/140家。
- ▶ **中高端酒店数量占比持续提升：**24Q3锦江/华住/首旅中高端旗下酒店数量占比分别为60.0%/49.2%/29.1%，较23Q3同比+2.5pcts/+4.5pcts/+2.7pcts，门店结构向中高端转换趋势明显。

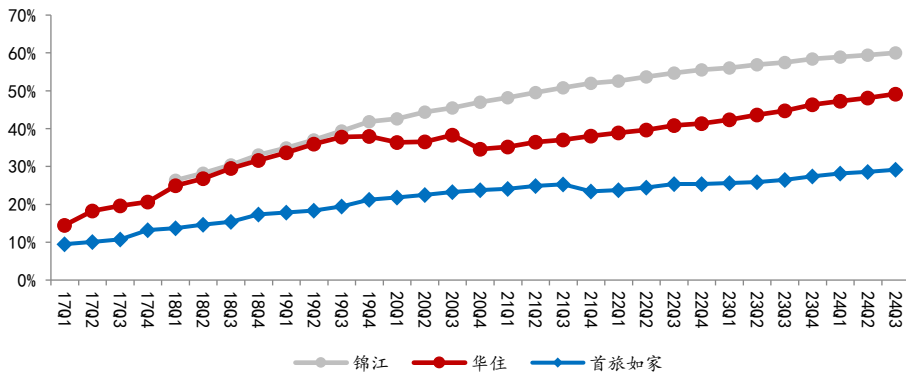
图表：截至24Q3龙头酒店毛开店数对比（家）



图表：截至24Q3龙头酒店净开店数对比（家）



图表：截至24Q3龙头酒店中高端酒店数量占比



4.3 未来展望： 高端+度假迎来黄金期， 行业进入真正的品牌发展时代

图表：我国酒店行业发展历程

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。

第四阶段：10-20年代

16年后，外资金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。



资料来源：STR、民生证券研究院

4.4 个股观点：内需提振下行业景气度有望持续上行，关注成长通道清晰标的

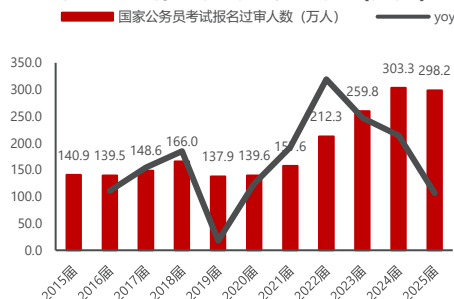
- **酒店：**24年前三季度ADR/REVPAR数据同比承压，商务需求的波动、供给修复对经营数据的影响仍存，但近期出台的内需消费促进政策及未来政策预期下行业景气度有望上行；酒店行业各龙头企业作为具备长期成长空间、竞争格局较为稳定的消费资产当前估值处5年内较低位置，本身竞争力仍处持续优化状态，重点关注成长通道清晰的**君亭酒店、首旅酒店、华住集团**。
 - **君亭酒店：**公司发展迈上新台阶，在公司治理、项目落地、区域扩张、资产管理领域均取得显著进展，旗下君澜度假为国内高端度假酒店第一品牌；伴随项目落地及爬坡，业绩弹性有望释放。预计公司24-26年公司归母净利润为0.32/0.74/1.07亿元，维持“推荐”评级。
 - **风险提示：**宏观经济波动，门店爬坡不及预期，竞争格局恶化。
 - **首旅酒店：**公司针对大环境下经营面的不确定性，发力降费提效，并不断夯实内功，通过产品迭代/会员系统完善，不断夯实长期壁垒，为中远期发展奠定基础。预计2024-2026年公司归母净利润分别为8.87/9.70/10.25亿元，维持“推荐”评级。
 - **风险提示：**宏观经济波动风险，开店不及预期，竞争格局恶化。
 - **华住集团：**公司竞争优势显著，经营面长期领先，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2024-2026年归母净利润分别为41.65/44.38/47.11亿元，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。

5 教育：关注AI对教育的赋能机会

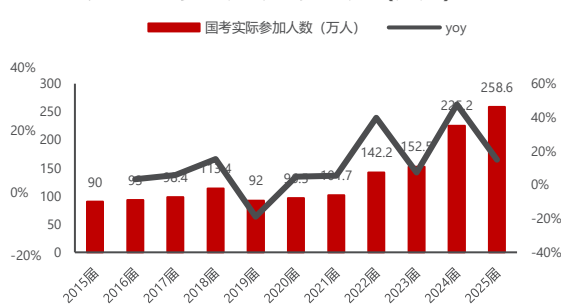
5.1 职业教育培训： 公考景气度持续， 企业管理受宏观经济影响有所放缓

- 职业教育/培训和培训群体及下游产业关联度较大， 2023年表现较好的培训赛道有考公、 汽修和美业， 企业管理受经济影响有所放缓， IT培训受冷， 烹饪逐步回暖。
- 考公： 经济波动企业招聘收缩情况下， 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。
- 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。
- 企业管理培训： 受宏观经济增速承压影响， 行动教育订单增速有所放缓。
- 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年受公共卫生事件影响， 出行放开后有所回暖。

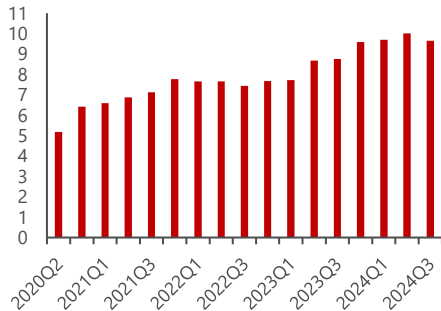
图表： 国考报名人数稳步上升（万人）



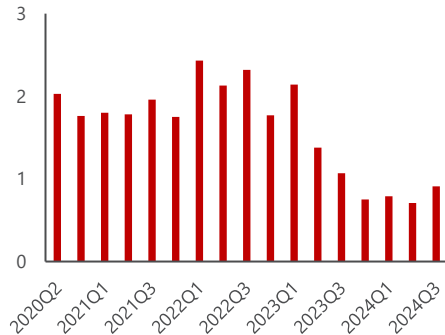
图表： 国考参考人数稳步上升（万人）



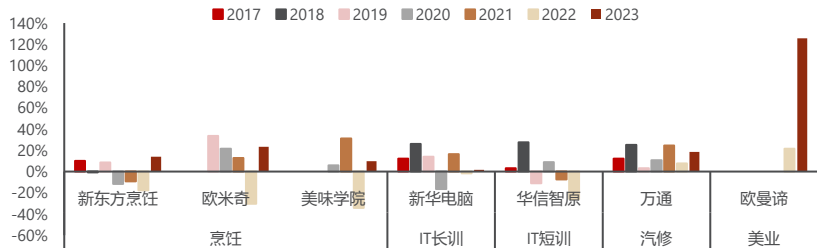
图表： 行动教育合同负债（亿元）



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



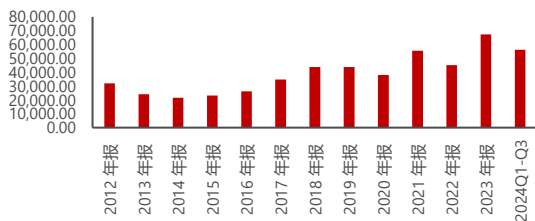
资料来源：中国新闻网、新华网、iFinD，民生证券研究院

5.2 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

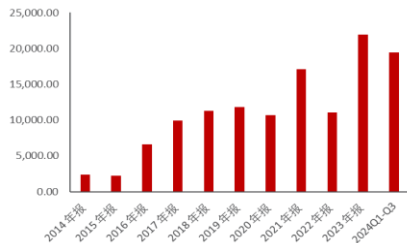
■ 大行业，格局分散

- 根据《腾讯营销洞察：2023中国企业培训行业发展白皮书》预测，2023年管理培训行业规模将增长突破9,000亿元，至2025年市场规模将达到13,194亿元。另外根据国家统计局相关数据显示，我国企业法人数量持续攀升，市场容量潜力较大。
- **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）



图表：行动教育师资力量

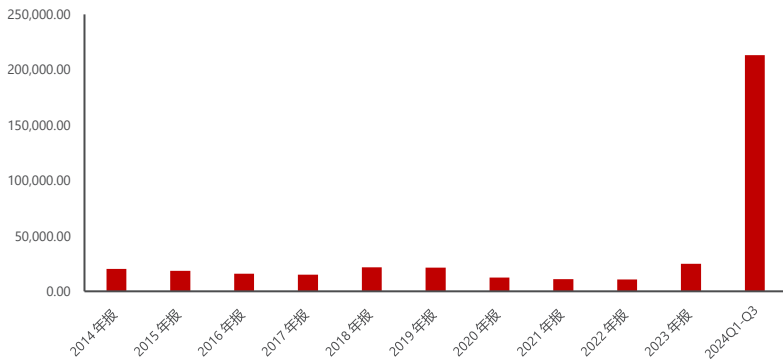
<p>魏志平 《经营之道》总培训师 中国著名品牌管理专家 中国企业家杂志品牌研究首席专家 北大光华管理学院客座教授 清华大学经济管理学院客座教授</p>	<p>李伟 《领导力》总培训师 清华大学管理学院教授 北大光华管理学院教授 清华大学经济管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>
<p>李伟 行动教育创始人、董事长 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>	<p>万华刚 《领导力》课程总培训师 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>
<p>罗明雄、李善班 《商业模式》总培训师 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>	<p>甄然 行动教育首席培训师 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>
<p>巴里·Z·施莱佛 《商业模式》总培训师 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>	<p>魏蔚 《商业模式》总培训师 清华大学管理学院教授 清华大学经济管理学院教授</p>

资料来源：中国新闻网、新华网、iFinD，民生证券研究院

5.3 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

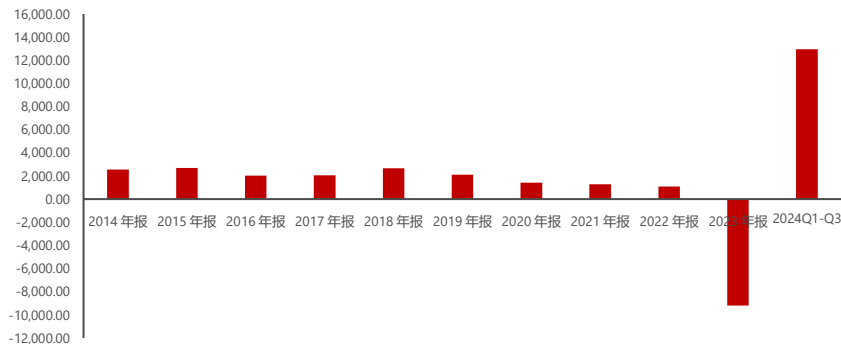
- 公考竞争格局切换下，关注华图山鼎配置机会。**23年10月，华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展公考、事业单位等成人招录培训业务，华图教育同步停止相关业务。华图教育为线下招录培训领军企业，公务员招录系列为公司主要收入来源。2024年为华图山鼎承接招录业务的第一个自然年，从Q1-Q3业绩来看，已经开始贡献可观的利润，对表端业绩改善明显。2024 Q1-Q3，公司实现营业收入21.31亿元，归母净利润1.29亿元，扣非归母净利润1.02亿元，非经损益为2,730.04万元。
- 网点开拓顺利。**自华图教育科技开展业务以来，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500余家分公司，直营网点已突破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-Q3，公司合同负债为8.94亿元，相较23年末提升287%。

图表：华图山鼎收入（万元）



资料来源：Ifind，民生证券研究院

图表：华图山鼎归母净利润（万元）



资料来源：Ifind，民生证券研究院

5.4 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。
- **两会提出持续深化“双减”，素养教育发展引起关注。**从政府报告来看，“双减”亦然是持续推进的工作。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。**

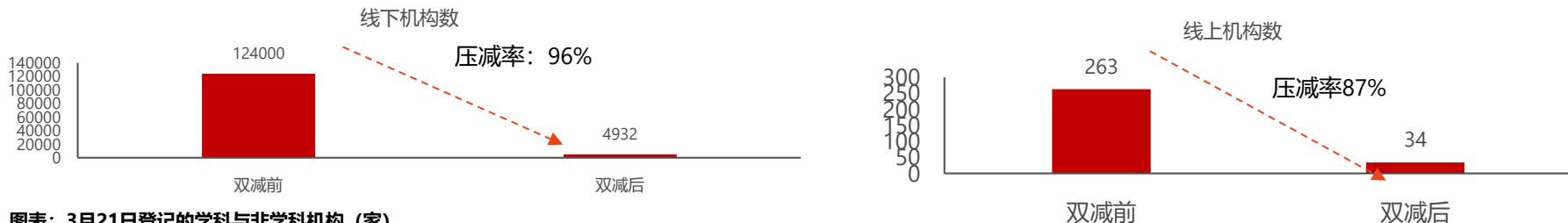
 - ✓ 福田区加快非学科类校外培训机构审批，为进一步深化校外培训机构治理，推进非学科类校外培训机构办学许可申报审批工作，4月10日，福田区召开加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，在市教育局指导下，福田区率先全市印发《福田区中小學生非学科类校外培训机构申请办理办学许可证工作实施方案》，并审批许可全市首家非学科类校外培训机构。
 - ✓ 5月22日，龙华区新增“开办非学科类校外培训”证照联办主题事项，为教育培育发展加加速度。深圳龙华区认真贯彻落实党的二十大精神，以提升企业和群众办事便利度和获得感为出发点，积极推动涉企审批服务由政府部门供给导向转变为市场主体需求导向，精简企业开办和生产经营审批环节，优化市场准入业务流程。
- **北京发布《民促法》征求意见稿草案，提及校外培训**

 - ✓ 民办学校设立应当符合北京城市总体规划、京津冀协同发展战略，具备教育法和其他有关法律、法规规定的条件；校外培训机构设立还应当符合“双减”工作要求。
 - ✓ 设立实施学科类校外培训的机构，由区教育行政部门审批，其中，利用互联网技术在线开展学科类校外培训活动的，由区教育行政部门审批；设立实施非学科类校外培训的机构，由区教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批，其中，利用互联网技术在线开展非学科类校外培训活动的，由市教育行政部门根据同级科技、文化旅游、体育等部门意见审批。

5.5 教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构营收回暖

- “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14万家，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

5.6

教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构业绩回暖

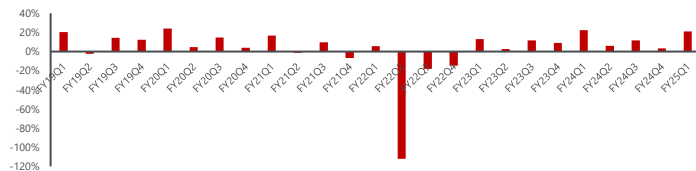
- 传统合规业务格局好转。**通过这一轮双减，市场上教培机构减少9成以上，我们认为教育行业也从此前的无序发展过渡到合法合规的局面，且政策对于教育机构的进入门槛/内容监管都提出新的要求，在目前行业供需缺口较大的情况下，内容合法合规/具备牌照资质的头部教育企业将更容易获得家长与学生的青睐，且具备网点扩张优势，有望抢占更大的市场份额。

图表：新东方、好未来、学大教育业务转型

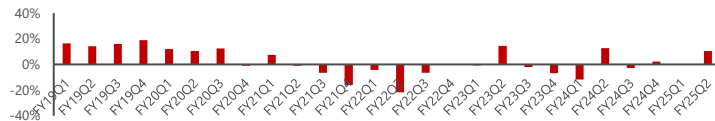
公司名称	主要业务	“双减”政策后的业务变化	转型方向
新东方	综合性教育集团，同时也是教育培训集团。公司业务包括素质教育、国际教育、成人教育、智慧教育、图书文创、直播电商等多个业务板块	2021年年底停止义务教育阶段学科类培训业务； 保留高中阶段培训、留学培训、考研培训、文化服务等传统业务	转型 青少年素养培训、进军文旅业务
好未来	全面布局教育产业，覆盖1至24岁多元化教育需求	公司于2021年12月31日截止义务教育阶段的学科类校外培训服务； 保留青少年素养培训、基于出版和数字内容的新型学习服务	主营业务转型为学习服务和其他、学习技术解决方案和内容解决方案（学习机）； 推出青少年素养培训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

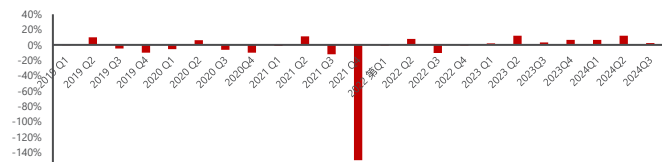
图表：FY19Q1-FY25Q1新东方Non-GAAP经营利润率（%）



图表：FY19Q1-FY25Q2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

5.7 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

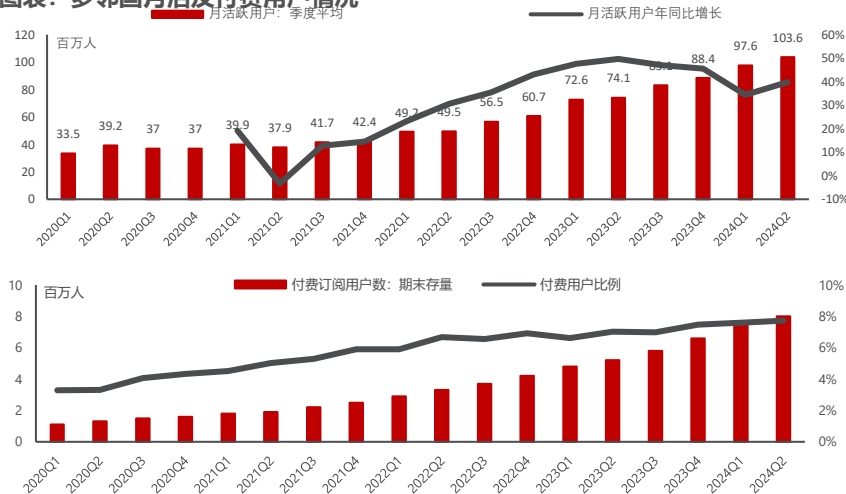
- 受美股科技股beta及自身业绩影响，多邻国股价弹性较大，自2021年7月28日在纳斯达克上市以来，其股价整体表现可分四个阶段：（1）21年7月-21年底。在美股IPO市场整体表现活跃的背景下，作为备受关注的科技新股之一，多邻国的股价展现了强劲的表现。（2）21年底-22年底。随着美联储持续加息，美股科技股普遍面临压力。然而，2023年3月15日，OpenAI正式发布了GPT-4，并且多邻国宣布推出整合了GPT-4的新订阅服务Duolingo Max。‘AI+教育’概念的投资热潮逐渐兴起，推动了多邻国股价的稳步上涨。（3）23年初-23年末。美联储加息放缓，加之“AI”概念持续受到热捧，多邻国的股价迅速攀升。（4）24年初至今。多邻国股价随公司的财务表现、市场情绪、行业动态以及宏观经济状况等因素波动。
- “免费增值”模式下，产品月活及付费用户快速增长。通过口碑传播和各互联网平台的直发使得大量有学习需要的人知晓Duolingo App并对其产生兴趣，再通过几乎为零的进入门槛和短平快的学习方式让其成为活跃用户。这一策略的获客效果良好，Duolingo App的月活跃用户从2020年第一季度的3350万人到2024年第二季度的1.04亿人。在月活稳步提升下，多邻国APP的付费用户比例持续提升，20Q1公司付费用户比例为3.28%，截至24Q2付费用户比例已达7.72%，付费人数从20Q1的110万人提升到24Q2的800万人。

图表：多邻国股价复盘



资料来源：Chioce，多邻国季报整理，民生证券研究院

图表：多邻国月活及付费用户情况



5.8

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

- AI技术的突破性发展正在给国内教育注入第二次生命力。随着ChatGPT、Stable Diffusion、Gemini等通用AI大模型争相发布，国内的教育也正在经历巨大的变革。大模型的出现使得教育环节中的个性化正在得以实现，目前教育巨头正纷纷拥抱AI技术提升教育品质。

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、可持续共享优质教学资源；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教学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：由互联网智能交互黑板/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合课堂操作界面、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；适配教全场量互连应用：通过鸿合高职智能交互黑板/智能交互平板结合专属交互教学软件，打造的高职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、走班教学、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、评多个环节，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；课后公共服务平台：课后公共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、退费等全流程闭环应用，公共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、相似度及其相关知识讲解；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；试卷拆卷解决方案：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题和识别；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。	
粉笔有道	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生；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	高途教研AICan：用于教研规划与答疑。	

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

5.9

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2.76/3.45/4.28亿元，同比增长25.9%/24.9%/24%，维持“推荐”评级。
- 风险提示：宏观经济波动、居民信心受损等
- **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招考、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2.49/5.09/7.33亿元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：宏观经济波动、政策风险等
- **4) 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。

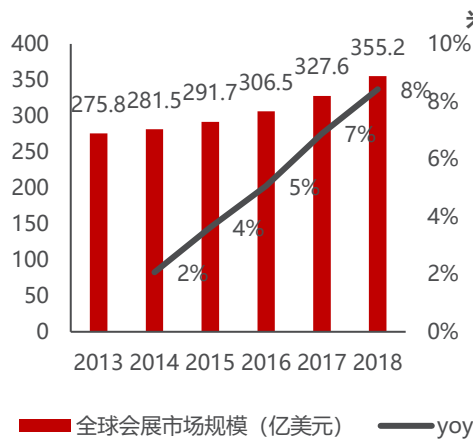


6 会展：海外自办展进入发展新阶段，专业化升级塑造长期壁垒

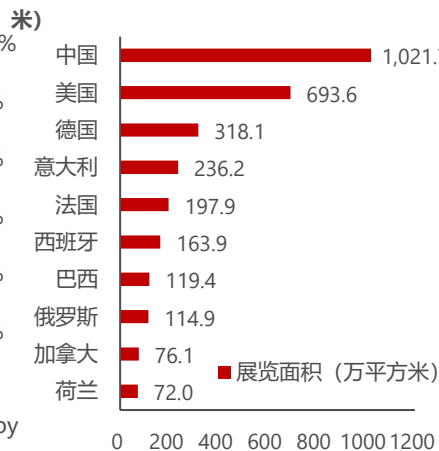
6.1 会展行业：经济全球化促规模提升，亚太地区潜力凸显

- **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，将近是第二名美国的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，亚太地区表现亮眼。**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。

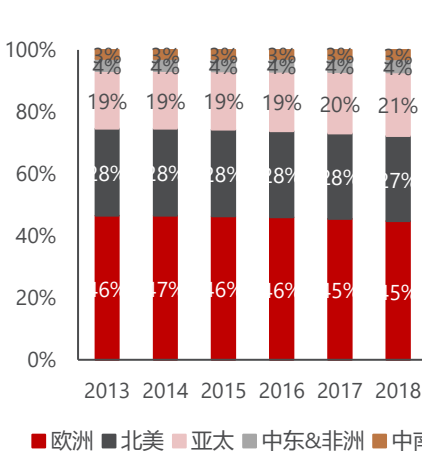
图表：全球会展业规模逐年扩大（亿美元）



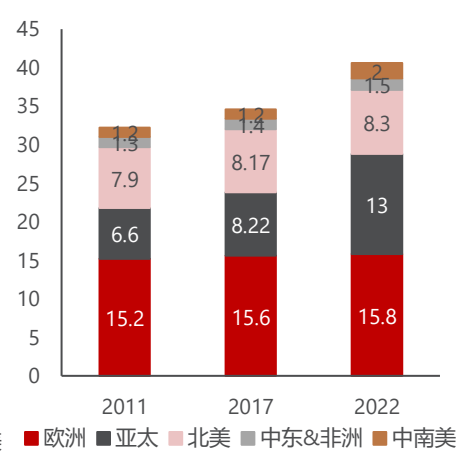
图表：2022年室内展览面积TOP10国家（万平方米）



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）



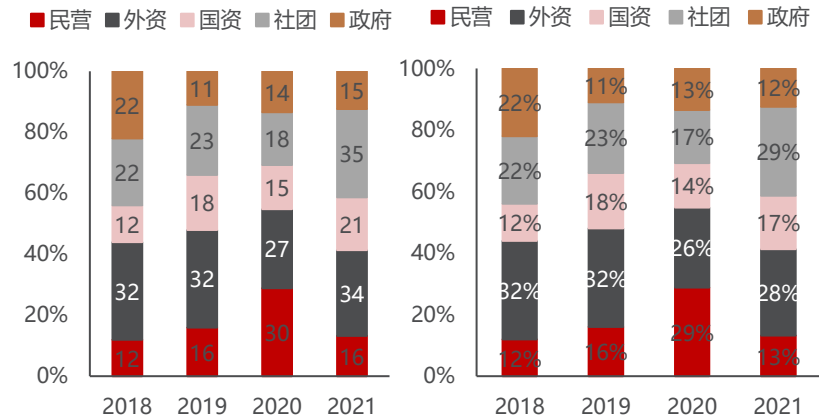
资料来源：米奥会展招股说明书，UFI，民生证券研究院

6.2

会展行业：国内市场多元格局稳定，境外办展市场集中度高

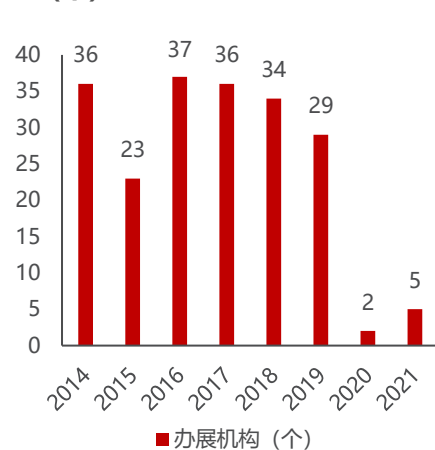
- 国内市场多元格局稳定，外资和国企为双主力。**我国会展业目前基本形成以政府机构为主体，民营企业和中外合资企业参与的多元化格局。根据中国展览数据统计报告显示，2020年民营企业举办的展览数量为30场，展览总面积达428.6万平方米，占比最高，其次是合资企业。按展览面积规模看，外资办展规模领先，公共卫生事件前占比达到30%以上，公共卫生事件后外资规模占比有所滑落，国资/社团办展规模提升。
- 境外办展机构集中度较高，龙头企业占据较大市场。**2014-2019年，主办方境外办展机构从36个下降至29个，但展览数量从84场升至137场，资源逐渐向头部靠拢。办展机构中，米奥会展无论是办展数量或是办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

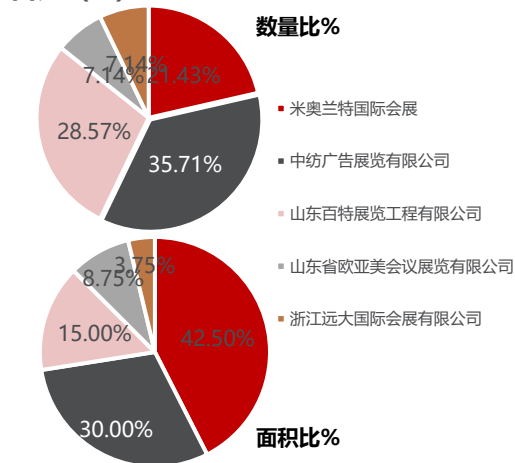


资料来源：中国展览数据统计报告，民生证券研究院

图表：2014-2021年境外办展机构数量 (个)



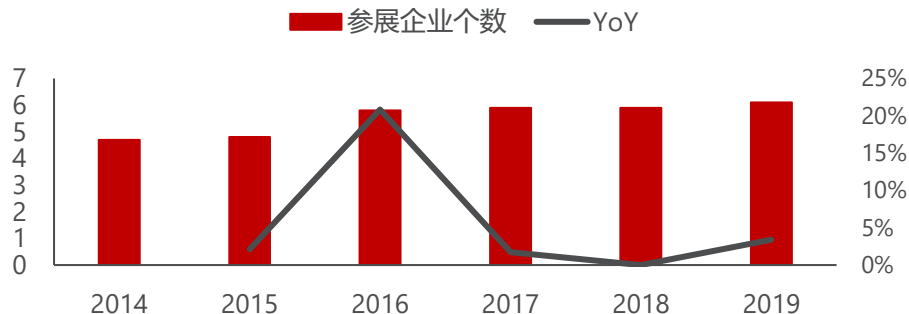
图表：2021年中国境外自办展数量/面积占比 (%)



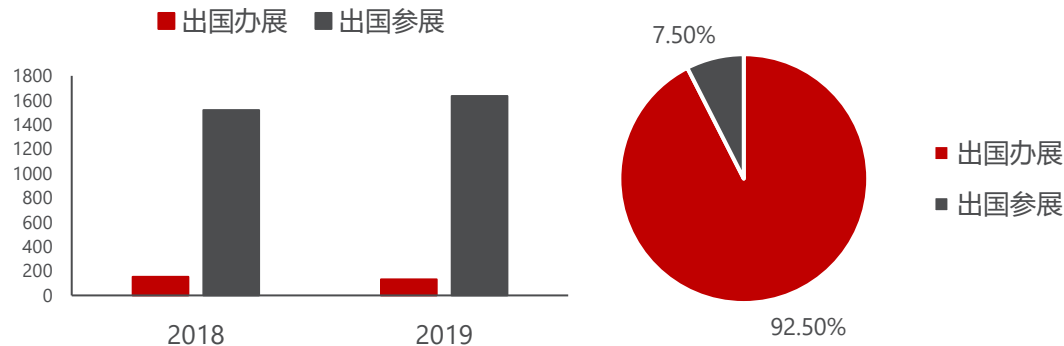
6.3 会展行业：成长空间为自办展的渗透率提升逻辑

- 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（万个/%）



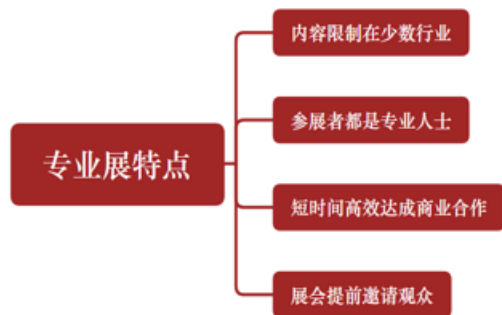
图表：出国办展/出国参展数量及占比情况（个；%）



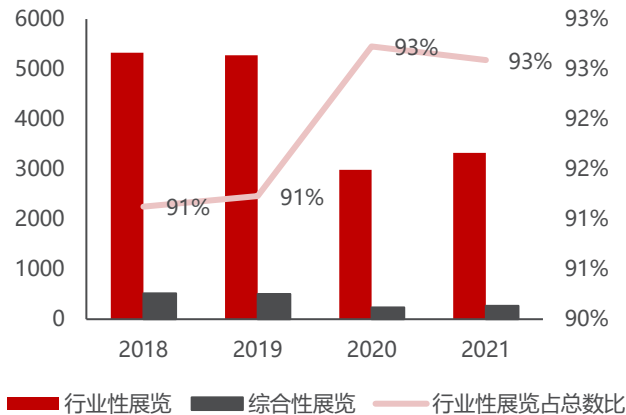
6.4 会展行业：专业展兴起，占比逐渐提升

- 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%。

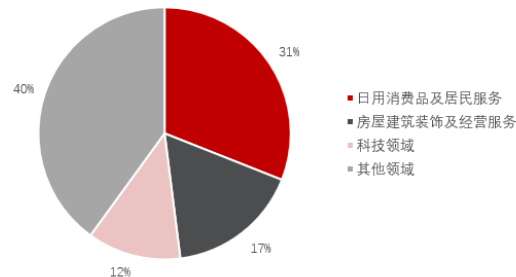
图表：专业展相比综合展的主要特点



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

6.5

投资建议：关注米奥会展的投资机会

- **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，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，同时具备更强的品牌壁垒、规模/平台效应。
- **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%。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2.46/3.17/3.97亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险，销售下滑风险。

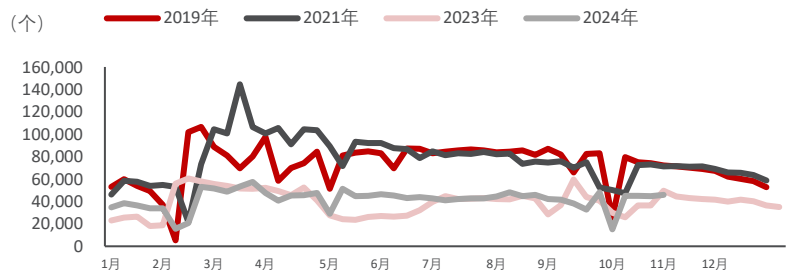


7人服：招聘修复呈现积极信号，关注配置机会

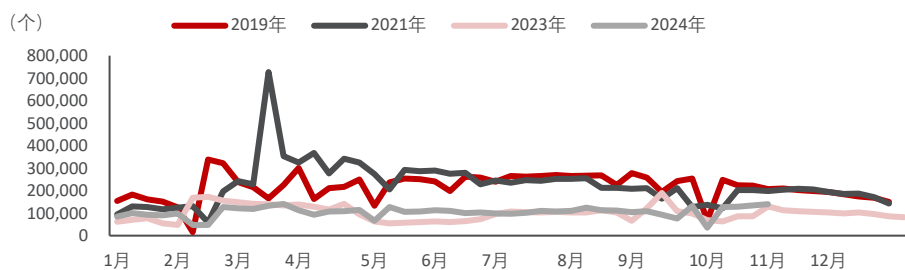
7.1 修复进行时，制造、医药、能源、消费领衔复苏

- **11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。
- **11月招聘数据修复斜率向上，信号积极。**1.1-11.3，新增招聘企业恢复至2021/2023年同期53%/107%，新增招聘帖数恢复至2021/2023年同期45%/104%。10月以来，招聘绝对数据呈现拐头向上趋势，10.28-11.3新增招聘企业恢复至2021/2023年同期64%/92%，新增招聘帖数恢复至2021/2023年同期71%/108%。

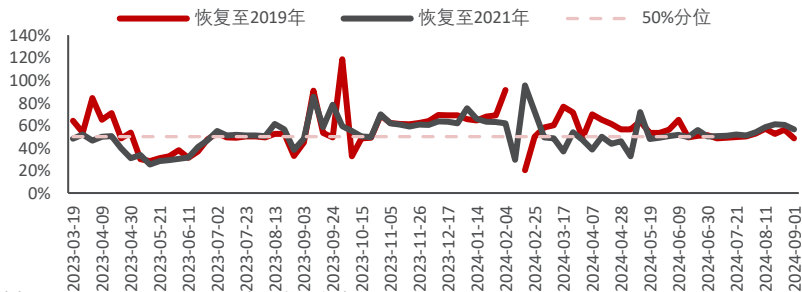
图表：2019-2024年新增招聘公司情况（个）



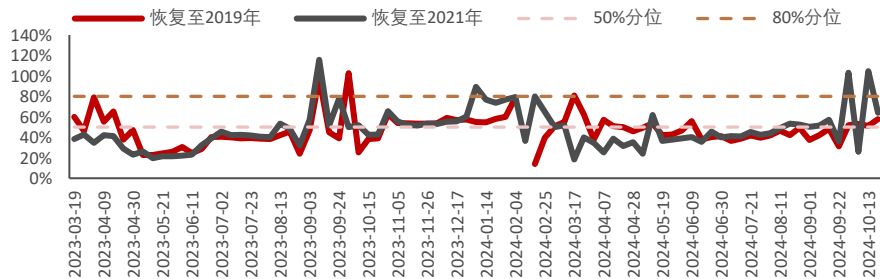
图表：2019-2024年新增招聘帖子情况（个）



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（%）



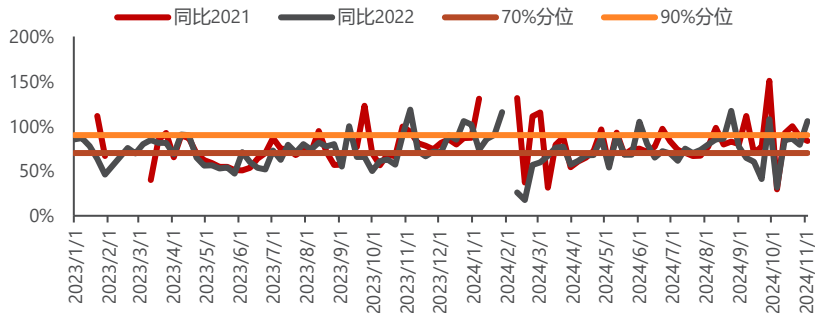
资料来源：Wind, Datayes, 民生证券研究院

7.2 修复进行时，制造、医药、能源、消费领衔复苏

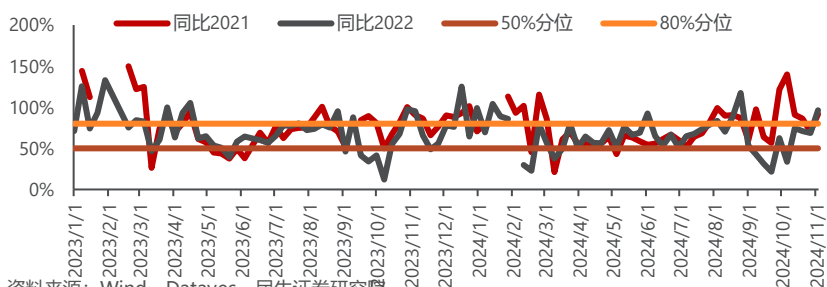
【恢复5成以上】

制造业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期82%/107%；
能源军工行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期74%/98%；
医药生物行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期69%/108%；
消费行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期60%/99%。

图表：制造业恢复情况（%）



图表：能源军工恢复情况（%）

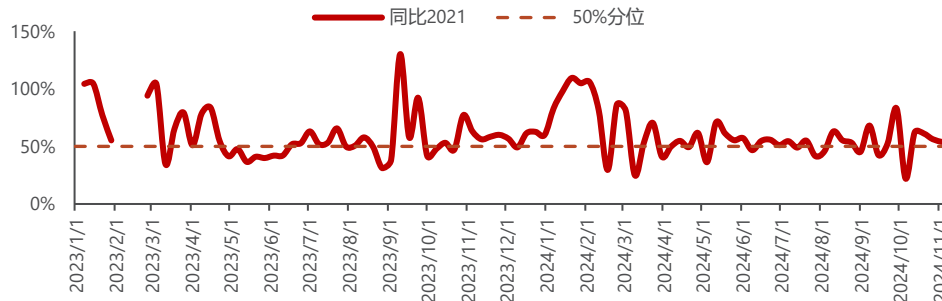


资料来源：Wind, Datayes, 民生证券研究院

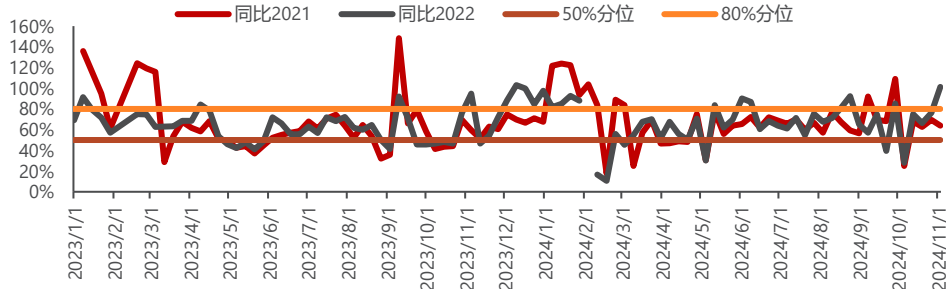
【恢复5成以下】

交通运输行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期44%/115%；
金融行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期39%/108%；
农林牧渔行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期38%/90%；
房地产行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期36%/87%；
计算机传媒行业新增招聘数量恢复至2021/2023年同期35%/92%。

图表：消费业恢复情况（%）



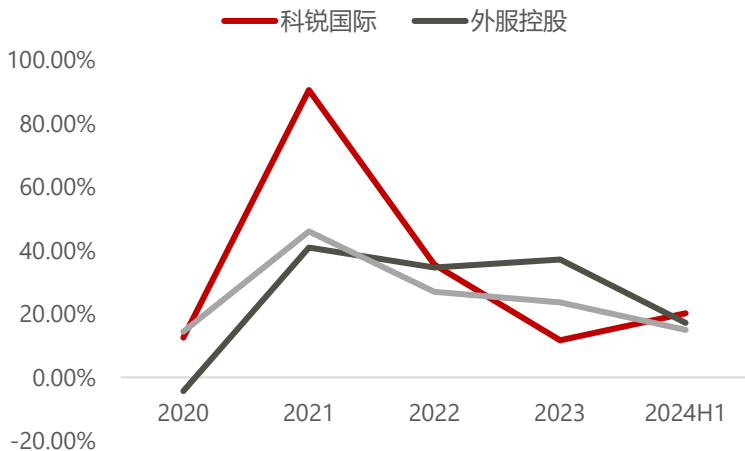
图表：医药恢复情况（%）



7.3 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，2024H1科锐国际/外服控股/北京人力外包增速为20%/17%/ 15 %。
- **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。**我们认为，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：2020-2023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

7.4 个股观点：建议关注细分个股修复弹性及综合龙头长期配置价值

- **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2024年前三季度表现来看，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2.04/2.86/3.94亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期；大客户流失等。
- **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8.37/9.68/11.06亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期；大客户流失等。
- **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。

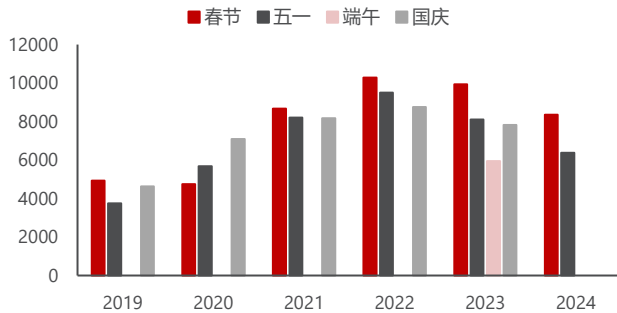
8 免税：关注出入境修复带来的增量

8.1

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

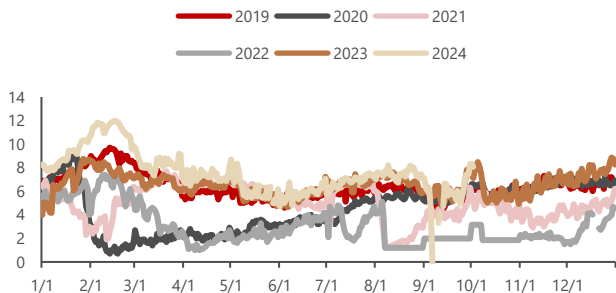
- 离岛免税：客流恢复向好。**从客流方面来看，2024年美兰机场日均执行航班数年初至今已超过往年水平，对应的年初至9月30日均旅客吞吐量达7.6万人次，2021/2022/2023年分别为5.6/4.2/6.9万人次。24年年初至9月30日均航班数为484趟，去年同期为453趟，同比增长6.84%。
- 多方因素影响下，离岛免税客单有所下滑。**根据海口海关披露的数据，2024年年初至今的元旦、春节、五一和中秋客单价分别同比2023年下滑26%、16%、21%和24%。我们认为客单价下滑或与高净值客群出境、整体消费疲软有关。
- 出入境恢复下，口岸免税或为免税龙头企业全年业绩潜在增量。**

图表：2019-2024年各节日客单价（单位：元）



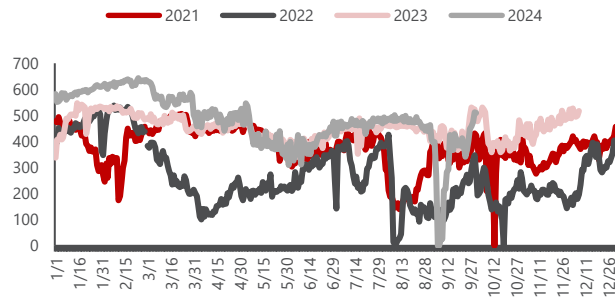
资料来源：海口海关、商务厅，民生证券研究院

图表：海口美兰机场客流量日度数据（单位：万人）



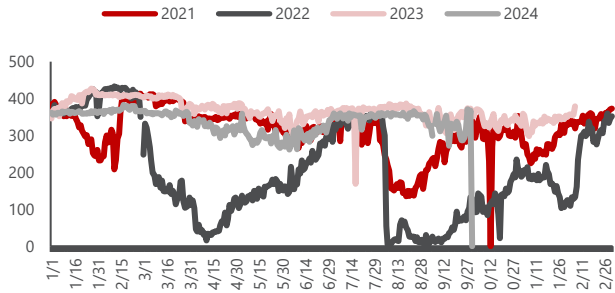
资料来源：海口美兰机场官方微博，民生证券研究院

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

8.2 市内免税：财政部等五部门联合印发通知完善市内免税店政策

- 2024年8月20日，财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局印发《关于完善市内免税店政策的通知》。从设立条例：主要为存量转化+新增城市设立两种方式。1) 存量转化：现有北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚等6家市内免税店，自《通知》施行之日起适用《办法》；现有北京、上海、哈尔滨等13家外汇商品免税店，自《通知》施行之日起3个月内转型为市内免税店，经海关验收合格后开始营业。2) 新增设立：在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市，各设立1家市内免税店。从额度来看，旅客在市内免税店购买免税商品不设购物限额，但应当符合海关关于旅客携带行李物品进出境应当以自用、合理数量为限的规定。旅客将所购免税商品携带出境后，再次携带进境的，按照进境物品管理，照章征（免）税。

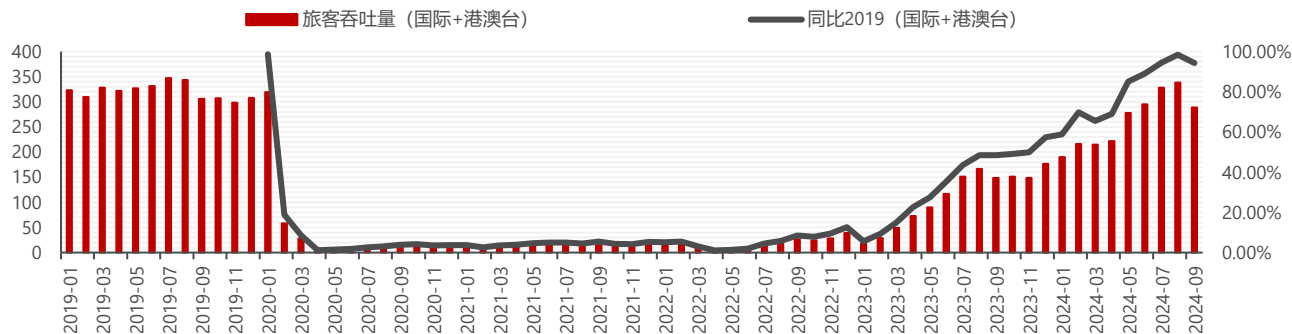
图表：市内免税存量免税店一览

序号	免税店名称	所属企业	经营地址
1	上海市内免税店		上海市浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅
2	北京市内免税店		北京市朝阳区朝阳公园 6 号蓝色港湾 17 号楼 L-SA-296
3	厦门市内免税店	中国免税品（集团）有限责任公司	厦门市思明区思明南路 169 号中华城 A2 地块 C 区一楼 1020 商铺
4	青岛市内免税店		青岛市市北区龙城路 31 号青岛卓悦里商场 2 号楼一层
5	大连市内免税店		大连市沙口区太原街 175-5 号 2-1-1 至 2-1-7、2-1-7A
6	三亚市内免税店		三亚市海棠区海棠北路 118
7	哈尔滨外汇商品免税店（港中旅）	中国港中旅资产经营有限公司	哈尔滨市道里区安隆街 17 号
8	上海外汇商品免税店		上海市静安区万航渡路 889 号 1 层、2 层
9	北京外汇商品免税店		北京市西城区廊房头条 21 号院 19 号楼北京坊“三阳号”
10	杭州外汇商品免税店		杭州市滨江区长河街道滨盛路 1766 号星光城 1 层、2 层
11	青岛外汇商品免税店		青岛市市南区香港中路 2 层
12	昆明外汇商品免税店		云南省昆明市滇池国际会展中心 1 号商业楼
13	南京外汇商品免税店	中国出国人员服务有限公司	南京市建邺区江东中路329号金奥国际购物中心 1 层、2 层
14	重庆外汇商品免税店		重庆市南岸区南滨路 133 号长嘉汇购物公园
15	大连外汇商品免税店		大连市西岗区五四路 66 号大连恒隆广场 1 层 165-171 及 2 层 265-271 号铺位
16	郑州外汇商品免税店		河南自贸试验区郑州片区（郑东）东风南路西榆林北路北绿地中央广场南地块2号楼绿地天空之城
17	南昌外汇商品免税店		江西省南昌市红谷滩区世贸路942号远航大厦 A 座 23 层 2304 号
18	哈尔滨外汇商品免税店（中出版）		哈尔滨市南岗区中兴大道168号哈尔滨万达广场 D1 栋 1 层娱乐楼 C-1-F-D
19	合肥外汇商品免税店		安徽省合肥市蜀山区潜山路与林宁路交叉口 东南角绿地花都国际广场“酒吧街”二号商业 置业房屋

资料来源：财政部，商务海关总署，国家税务总局，民生证券研究院

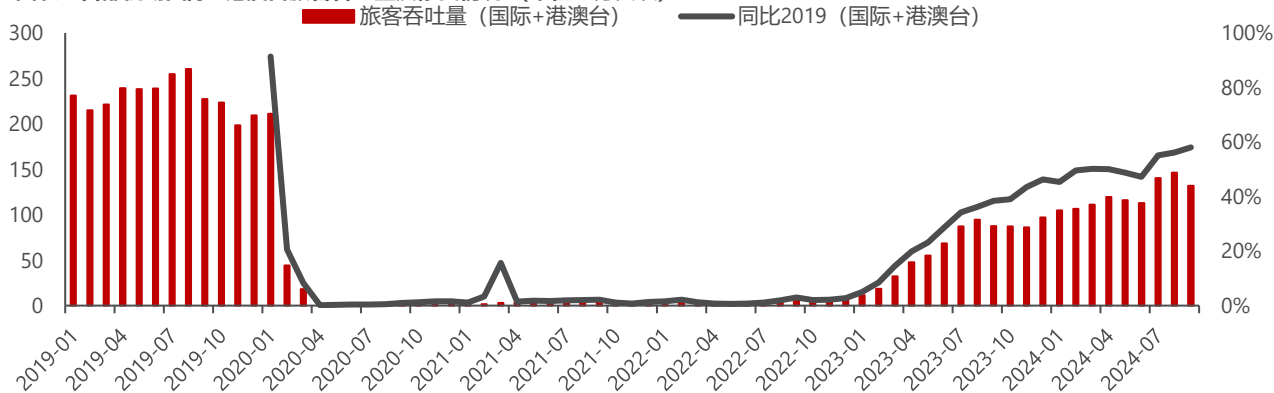
8.3 机场免税：出入境客流修复有望带动口岸免税消费

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）



- **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。上海机场国际客流恢复至2019年的9成：首都机场修复至2019年同期的6成。
- 我们认为随着口岸客流的修复，有望带动口岸免税消费。

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）



资料来源：iFinD，上海机场/首都机场公司官网，民生证券研究院

8.4 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

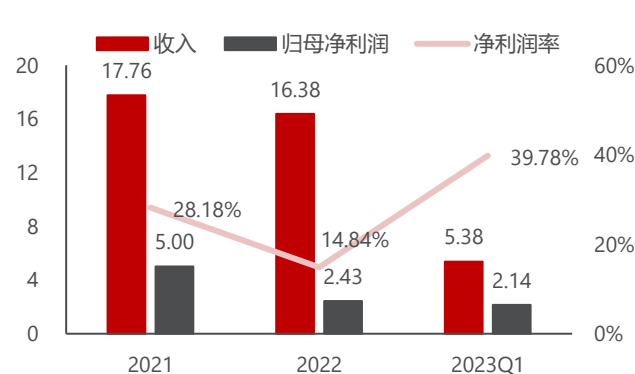
- 事件：**珠海市国资委、城建集团以其持有的免税集团珠免集团100%股权认购上市公司所发行股份并取得现金对价，其中股份发行价格为5.38元/股，对应对价为73.31亿元，现金部分为13.47亿元。交易完成后，珠海市国资委对格力地产的持股比例将至38.90%，成为公司控股股东，依旧保持实控人地位。
- 珠免：坐拥多个陆路及机场口岸免税店，横琴口岸免税店正式成立再下一城，布局粤港澳旅客出游。**珠免集团主要经营免税品销售业务，旗下拥有二十余个陆路口岸和机场口岸的出入境免税店，覆盖珠海、中国香港、中国澳门、天津、海南、广西、内蒙古等城市，与三百余家世界顶级品牌保持着战略合作关系，销售免税品涵盖烟类、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中国香港、中国澳门、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92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-中国澳门-中国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	25.65
玖思投资	43,800	44.95	43,800	
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
合计	1,885,005,795	100.00	3,303,463,043	100.00

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/%)



8.5 个股观点：把握市内免税政策增量，建议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55.46、66.08、77.76亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，竞争加剧等。
- **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6.50/9.35/12.39亿元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，竞争加剧等。
- **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。

9 风险提示

- **1) 宏观经济增速不及预期风险：**若宏观经济增速低于预期，可能影响社服板块各细分行业发展节奏。
- **2) 门店扩张速度不及预期风险：**国内酒店/餐饮行业龙头企业旗下门店仍在持续发力扩张，过程中可能因自身资金问题或需求端不足问题导致拓店进展不及预期。
- **3) 行业竞争加剧风险：**人力资源行业竞争态势较为激烈，若竞争格局恶化将导致利润率受损。
- **4) 政策不确定性风险：**教育行业政策的不确定性或将导致企业经营业务产生波动。
- **5) 地缘政治风险：**地缘政治风险或将导致国内企业出海参展受阻，进而影响会展公司销售收入。
- **6) 项目落地不及预期风险：**因涉及环境保护问题，国内名山大川景区新项目落地需多项审核，可能因审核时间过长导致新项目落地时间不及预期。
- **7) 出境游高景气冲击风险：**出境游或将对海南旅游客源造成冲击，进而影响免税企业在海南的离岛免税销售收入。

THANKS 致谢

民生商社研究团队：



分析师 邓奕辰

执业证号：S0100524050001

邮件：dengyichen@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福田街道福安社区中心四路1号嘉里建设广场T1座1001、1004B、1005号； 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。