

社会服务行业2024年度投资策略报告： 谁谓河广，一苇以航

——拥抱出入境、教育基本面改善，布局核心资产长期价值

刘文正、饶临风、周诗琪、邓奕辰

核心观点：拥抱出入境/教育基本面改善、布局核心资产长期价值

核心观点：

年初至今，社服板块在基本上经历了场景复苏下的普遍经营修复，短期景气度回升；然而3月后宏观经济波动对中期景气度和远期成长空间的抑制，同时相当多公司经营质量的问题开始暴露，致使板块未来盈利预测和估值下修，经历了较为漫长的回调过程。当前来看，板块基本反映了对中期景气度/消费力的较低预期，估值已处在较低位置，尽管明年的宏观经济形势依然较难判断，我们认为可以关注以下两条核心主线：

主线一、跟随基本面改善的方向：关注出入境相关服务业态及教培板块

- **1. 出入境相关业态：**在今年大多数场景实现明显复苏的情况下，出入境方面存在着相对较长的冷启动过程，出境游仅恢复至疫情前的三成，入境情况更加承压；主要系以签证、航班为代表的出入境基础设施的恢复一定程度上需要在国际关系上的双边、甚至多边驱动，这一变化在中美领导人APEC会面、多项免签政策推出后明显改善——在此背景下，受益于出境环境改善的海外展、OTA、旅行社等相关业态明年基本面有望持续改善，值得重点关注。建议重点关注：米奥会展、携程集团、众信旅游等标的。
- **2. 教培板块：**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。

主线二、关注长期价值 & 细分成长型资产：酒店、景区 & 职教、灵工

- **1. 长期价值：**社服行业中酒店板块具备较强的长期成长确定性和市场格局的稳定性，部分景区类资产需求端较为稳定、供给端高度稀缺，亦具备长期稳定现金流的属性；这批资产我们认为具备稳定的长期价值。经历了当前的回调，估值已处在相对低位。而年内板块回调更大的宏观背景是美元加息、人民币贬值、外资流出，对于这类资产的估值存在抑制，当前亦是布局这类资产的重要时间窗口。建议重点关注：华住集团、亚朵(ATAT.O)、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、峨眉山A、九华旅游等。
- **2. 细分成长：**具备独特复合逻辑的灵活用工龙头作为企业降低雇佣负担和风险、以及重要的稳就业手段、具备较大成长空间、并有望迎来潜在的政策助力；当前我国一二线城市白领、蓝领岗位职教板块总体上符合我国教育体制改革的大方向，同时针对在职员工的再教育亦符合经济转型发展期的特点，建议重点关注：行动教育、北京人力、外服控股等。

分板块来看：

- 酒店**：尽管年内在旅游需求的报复性释放下，酒店板块兑现了高景气度，但强旅游/弱商旅、强房价/弱入住率的结构特点背后对未来需求的担忧逐渐浮现，致使估值总体承压；而10月下旬后酒店房价较19年恢复度大幅下跌，致板块开始交易衰退预期，当前来看，估值已处于底部位置，调整较为充分。龙头公司管理优化、产品线拓宽，以及明年潜在的入境客流增量等或带来看点。推荐**锦江酒店、华住集团、首旅酒店、君亭酒店、金陵饭店**，建议关注美股**亚朵 (ATAT.O)**、港股**香格里拉 (0069.HK)**。
- 会展**：年内会展行业显著恢复，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**三生股份**。
- 人服**：行业整体偏顺周期，招聘赛道及人事代理业务顺周期属性更强，和企业自有员工招聘用人需求强相关，年内上市公司龙头这两块业务均有所承压，灵活用工在降本功能下保持韧性增长，短期内看好明年经济环比修复下企业招聘及人事代理业务的逐步回暖，并期待政策拐点到来，长期看好灵活用工行业渗透率提升。推荐**科锐国际、北京人力、外服控股**。
- 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，目前已经逐步试探出监管和市场的边界，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、新东方、好未来、凯文教育、天立国际、思科乐、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**，推荐IT培训龙头**传智教育**，密切关注其招生边际改善、鸿蒙课程推进情况以及山西大同大专学校的建设进度，建议关注布局中职学历职教及职业技能培训的**科德教育**，建议关注考公龙头**中公教育**以及职业技能培训龙头**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**。
- 免税**：期待出入境修复向好下，市内免税政策的出台与口岸免税修复，离岛免税看消费力修复。从今年离岛免税消费表现来看，客流修复至2019年水平，但观察节假日消费消费力来看，年内客单价持续走低，我们认为一方面和消费力客群出境分流有关，另一方面疫情也削弱部分消费力；随着出入境利好政策频出，市内免税相关政策有望加速推出；口岸免税方面，今年出入境修复约4-5成，口岸免税仍有较大修复空间。整体上，我们推荐潜在市内免税弹性较大的王府井，建议关注**中国中免、格力地产**。
- 餐饮**：年内国内餐饮业重回存量竞争阶段，大众消费需求增加、高端消费需求下滑，此消费格局我们预计会在24年延续；聚焦未来发展，我们认为一人食消费、性价比消费与情绪价值消费为品牌提振热度、持续成长的关键点，推荐价格带下行、持续联动提振品牌热度、加盟业务逐步展开的**奈雪的茶**，门店模型契合下沉市场拓宽且持续优化、同样于23年展开加盟业务的**海伦司**，契合一人食概念的小火锅龙头品牌**呷哺呷哺**，多渠道提振品牌热度、持续探索新业态的海底捞，建议关注**九毛九、同庆楼、广州酒家**。
- 旅游景区**：我们关注旅游市场两大主要驱动要素：1) 冰雪旅游：今年冰雪游业态逐步成长展开，国内冰雪旅游尚未形成成熟运营机制，冰雪项目种类、冰雪度假业态等仍有较大改善空间，地理位置优异、冰雪游业态逐步成熟的景区有望做大做强，推荐冰雪游业态持续完善、景区内项目引流能力快速强化的**长白山**。2) 出境游业态：近期马来西亚免签、新加坡即将推进免签、中美将优化签证申请流程等举措为出境游复苏注入强心剂，出境游行业受到的签证约束问题逐步减少；此背景下，过往疫情中展现充足韧性的出境游企业迎来恢复/成长机遇，建议关注**众信旅游**。除此之外，我们聚焦自身具备改善动能、各项业务持续成长的景区，推荐**天目湖、宋城演艺**，建议关注**九华旅游、三特索道、海昌海洋公园**。OTA板块关注基本面稳健，出境游带来一定增量的**同程旅行**。

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&机场/景区/餐饮

3

盈利预测

4

风险提示

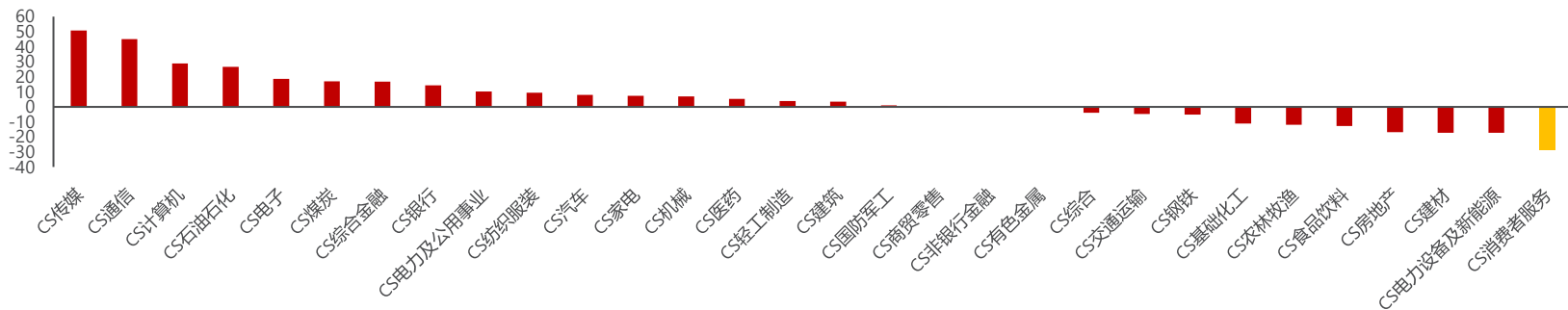
CONTENTS

目录



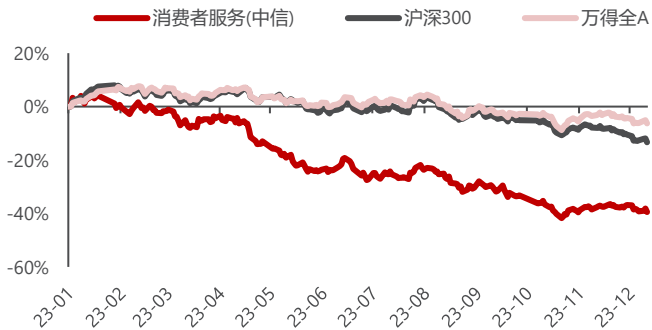
01. 板块复盘：放开后的第一年，从预期到现实

图表：消费者服务行业（总市值加权平均）年初至今跌28.6%，位居中信一级行业倒数第一位（%）



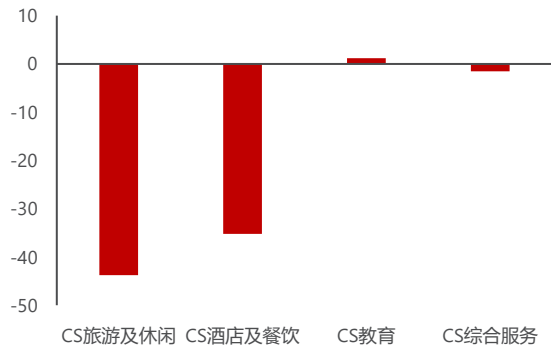
图表：消费者服务行业指数（流通市值加权平均）年初至今跌幅

39%显著跑输大盘

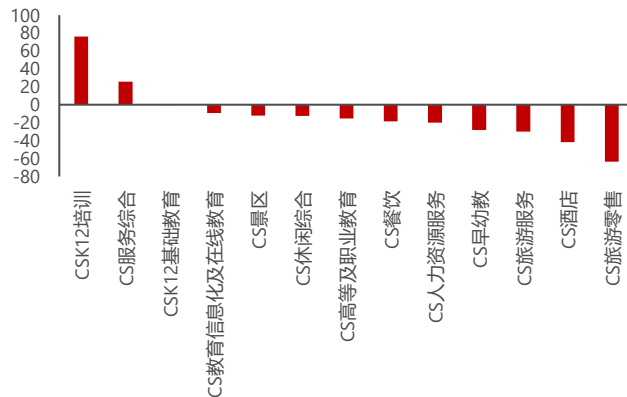


资料来源：Wind、民生证券研究院，数据截至23年12月22日

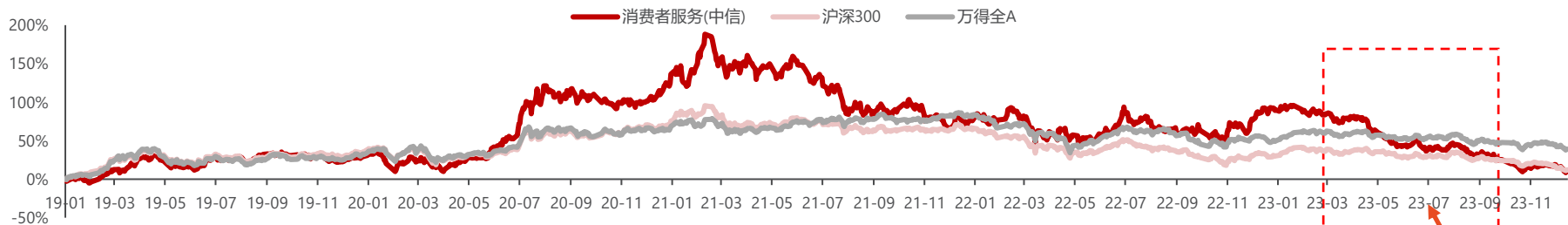
图表：消费者服务二级行业涨跌幅分化（%）



图表：消费者服务三级行业涨跌幅分化（%）



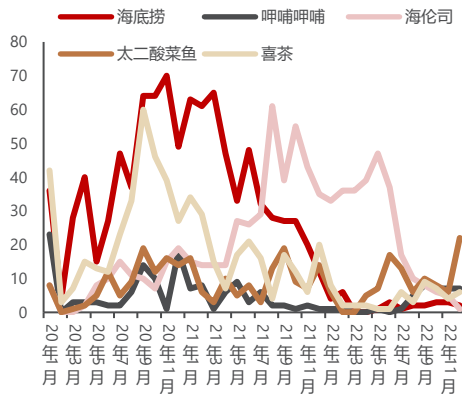
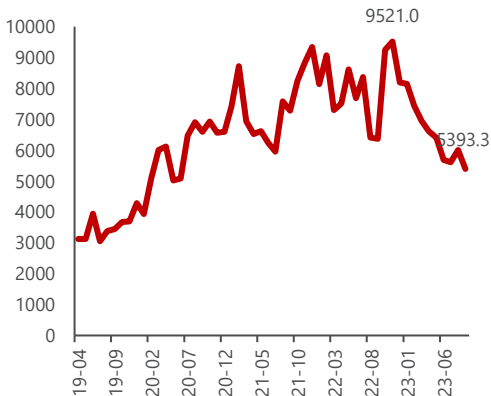
图表：19年至今消费者服务板块涨跌幅与大盘对比（截至23年12月22日）



疫情期：高预期的形成过程

疫情期板块形成了基于reopen情景下的盈利预测为基准的估值框架；**几年持续的消费行业牛市，给板块奠定了较高的估值锚；消费行业持续升级的基本面之下，亦带来对行业持续成长的高预期。**这种高预期不仅来自二级市场，亦来自产业界：相当多的社服行业公司，包括免税、酒店、餐饮等，在疫情期间都进行了逆势扩张的布局。事实上，在2021年受疫情影响较小的阶段，消费市场的整体表现依然不俗；而美国等先行放开的国家，均兑现了经营面的显著修复；因此在经营面复苏，同时成长持续演绎的预期，板块在疫情期间处于高位。

图表：19-22年离岛免税消费人均消费额（单位：元） 图表：各餐饮品牌开店数逆势扩张（单位：家）



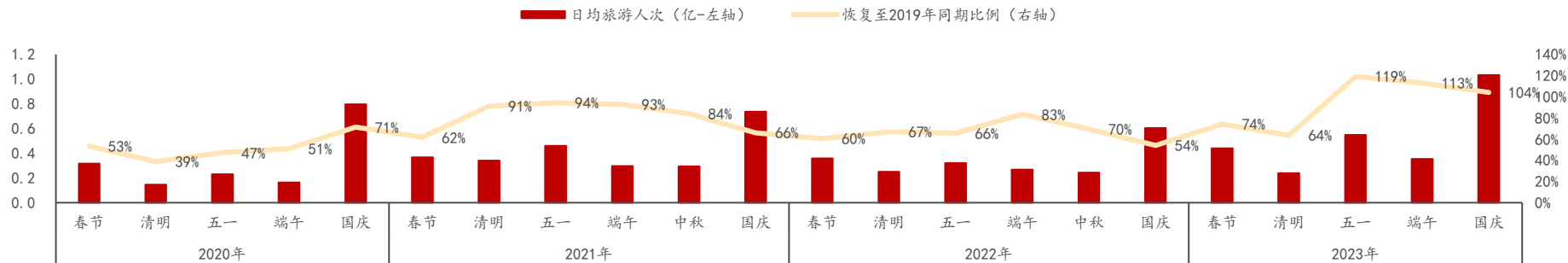
放开后：预期的下调与现实经营情景的分化

放开后，行业不达预期主要有两个方面：

1. 宏观经济波动影响了对于中期景气度和远期增长空间的判断，消费升级不再，反而呈现出一定消费降级的特征；压制板块估值。
2. 公司经营质量的分化，部分公司疫情期间经营质量问题被掩盖，放开后经营效率显著低于疫情前，因此带来较为明显的预期落差。背后是过去数年积蓄的消费变化/品牌升降/产品迭代，致使部分公司丧失了过去的优势。

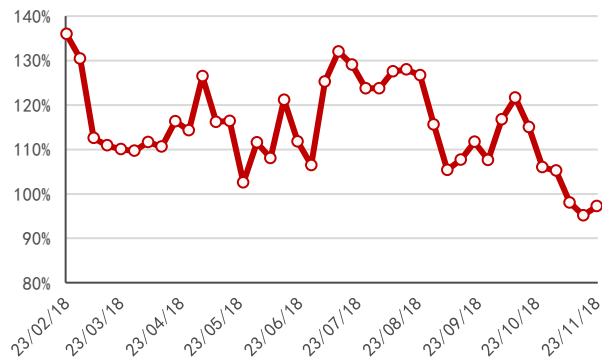
资料来源：公司公告、窄门餐眼、Wind、民生证券研究院

图表：年内假期旅游复苏强劲，但五一至国庆恢复度有所下滑



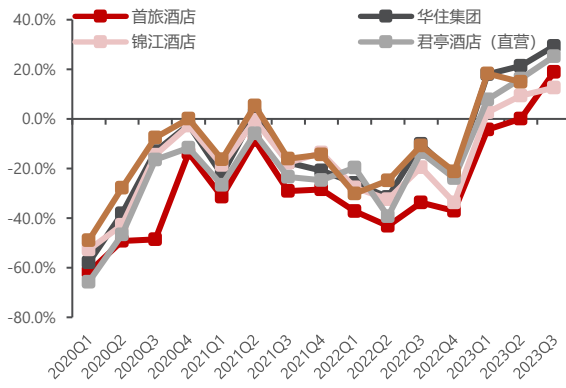
图表：酒店行业RevPAR恢复度年内波动，11月后承压

RevPAR较19年恢复率 (%)

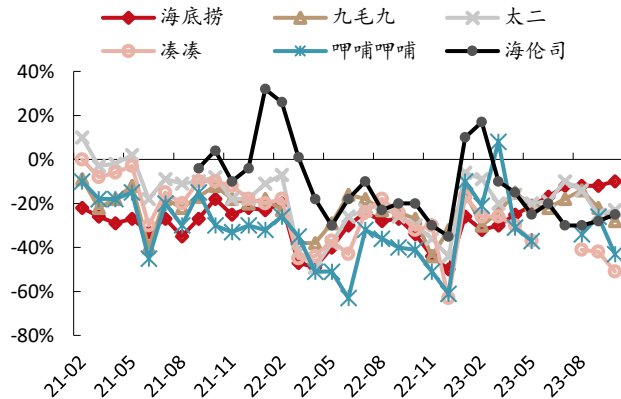


资料来源：公司公告、窄门餐眼、STR、文旅部、民生证券研究院

图表：酒店龙头中高端酒店RevPAR较19年恢复度



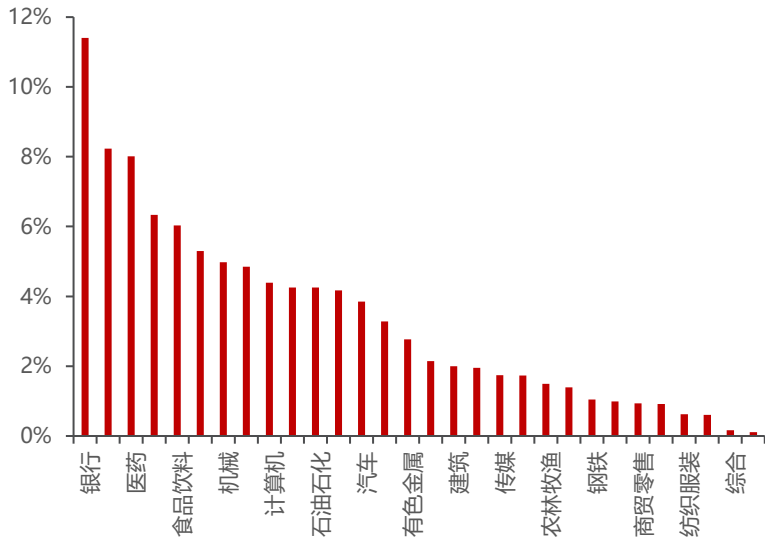
图表：餐饮品牌店效较19年恢复度



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0.61%，位列第28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/中国中免/锦江酒店/宋城演艺/首旅酒店，2023年Q3重仓持股总市值分别为2217/665/263/228/133亿元，年初至12月22日涨跌幅为-56.15%/-63.25%/-50.25%/-32.99%/-36.53%。

图表：截至2023年12月22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：2023Q3消费者服务行业基金前十大重仓股情况

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	年初至今涨跌幅
美团-W	354	69	21,132.93	993.27	3.75	2,217,367.12	-56.15%
中国中免	105	43	6,272.50	201.15	3.21	664,696.42	-63.25%
锦江酒店	71	25	7,003.58	-337.10	7.66	263,334.59	-50.25%
宋城演艺	36	18	18,686.76	369.59	7.95	228,352.17	-32.99%
首旅酒店	35	12	7,737.05	712.85	6.93	133,309.45	-36.53%
视源股份	21	10	1,454.47	-2,726.73	3.01	73,727.24	-25.35%
科锐国际	35	16	2,306.53	110.54	11.72	72,909.27	-43.46%
海底捞	19	12	2,568.62	95.12	0.46	49,414.05	-38.84%
同庆楼	8	4	1,346.52	906.83	5.18	44,852.67	-17.32%
同程旅行	13	9	2,199.98	1,127.93	0.98	34,638.59	-24.49%

资料来源：WIND，民生证券研究院（注：市值/涨跌幅截至23年12月22日）

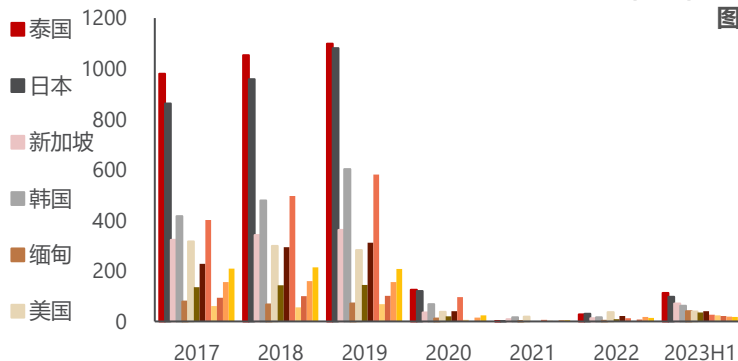
1.5 关注新趋势：出入境环境持续改善，为相关服务业态带来增量

- **大出海时代来临，逐步放松出入境政策。**中国不断放松出入境政策：11.24称将对法、德、意、荷、西、马六国试行免签政策，这是首次对这些国家开放免签政策；国家争取与海外国家缔结互免签证协定，12.7与新加坡提议通过30天互免签证。
- **国际航班恢复度仍较低：**2023年4月我国民航国际航班量为19540班次，恢复度为31.3%；10月我国民航国际航班量为35307班次，恢复度仅为19年的53%。随着近期出入境政策的放开，国际航班量会有进一步的恢复空间。
- **出境旅游目的地变化不大，存在较大的恢复空间：**2019年，中国（内地）出境旅游目的地前十前不含港澳台包括泰国、日本、韩国、缅甸、美国、新加坡、马来西亚、俄罗斯、柬埔寨。在23H1，港澳台、泰国、日本、新加坡、韩国等位居出境旅游目的地前列。以泰国、日本为例，23H1恢复度仅为20.57%与18.09%，存在较大的恢复空间。

图表：2023.3以来部分中国颁布的出入境政策

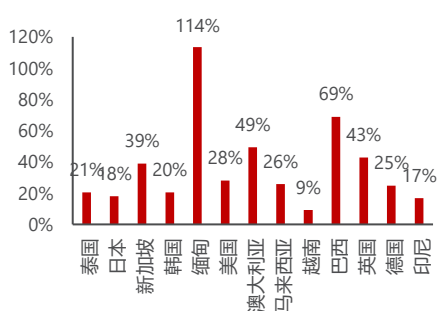
日期	政策概括	来源
2023/3/14	驻外签证机关恢复签发外国人各类赴华签证。这是自疫情以来，中国时隔三年重新对外国游客开放边境。	外交部
2023/7/26	我国政府恢复对新加坡、文莱的单方面免签入境政策，持普通护照来华经商、旅游观光、探亲访友和过境的新加坡与文莱公民可免签在华停留15天。	外交部
2023/8/3	公安部：宣布26项便民措施，部分外籍华人回国可落地签	公安部
2023/9/13	10月9日起，国家移民管理局政务服务平台开通在华外籍人士签证证件网上预约查询等功能，具体包括8项业务。	国家移民管理局
2023/9/16	中国香港：新版“黑码”启用，申报流程简化	海关总署
2023/9/20	外交部对外国人来华签证申请表进行了优化	外交部
2023/11/17	18个省23个城市的31个口岸将对54个国家延长过境免签时限，将原来的24小时提高到72/144小时，并且能在较大范围内停留、“换乘”，方便国际航班、列车出入境。	国家移民管理局
2023/11/24	中方将对法、德、意、荷、西、马六国试行免签政策	外交部
2023/12/7	12.7在中新双边合作联合委员会（JCBC）会议中，两国提议将通过30天互免签证安排加强两国人员往来	联合早报

图表：2017-2023年我国出境游主要目的地国家客流（万人）



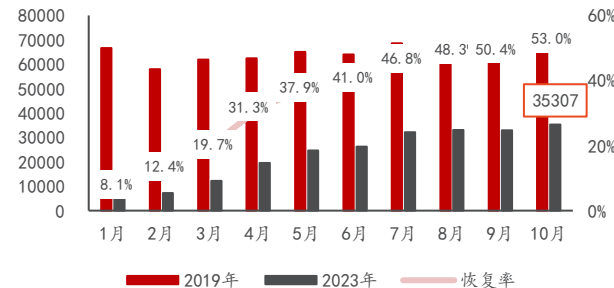
资料来源：公司公告、航班管家、Wind、外交部等、民生证券研究院

图表：23H1我国出境游主要目的地客流恢复度（%）



注：基于“23年上半年数据”、“19年全年数据的1/2”拟合计算

图表：2023年我国民航国际航班量月趋势（班次）





02. 社服行业各子板块观点： 酒旅/会展/人服/免税&机 场/景区/餐饮

2.1 酒店：旅游驱动年内恢复显著，出入境客流有望带来新增量

- **经营数据/需求端：年内复苏显著，但主要依靠旅游驱动：**根据STR数据，酒店RevPAR在暑期较19年恢复到130%以上的水平，增长的主要动力为ADR的增长；而OCC方面，除五一、暑期及中秋国庆假期外其他假期时间段内OCC恢复较为乏力。**10月后伴随酒店ADR下滑，整体经营数据明显承压。**
- **供给端已有显著修复：**疫情期间酒店经营面大幅下滑致供给出清，年内伴随着经营修复供给端亦有明显修复，我们估算当前供给较19年同期缺口或在11%左右。

图表：截至12月1日全国酒店房量较去

年同比增加9.8%

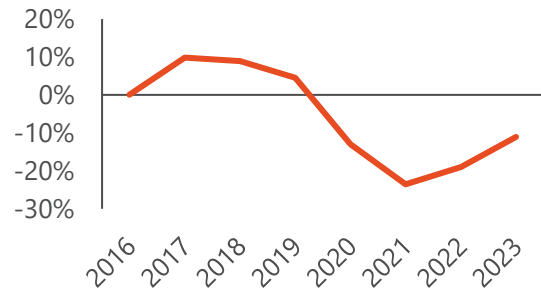
全国酒店房量 (间)

18,941,008 环比 ▼ 0.12%
同比 ▲ 9.8%

全国酒店房量 (间) - 15间及以上

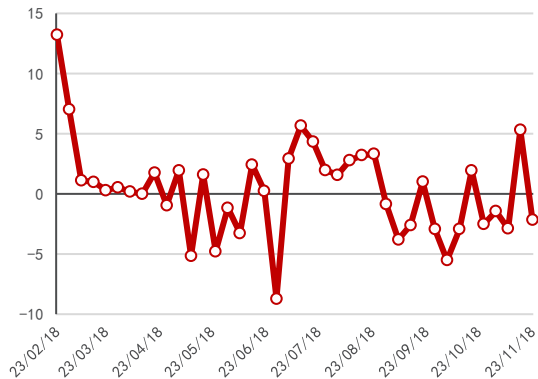
17,242,441 环比 ▼ 0.09%
同比 ▲ 6.63%

图表：2023年行业总供给较19年缺口或在11%左右



图表：2023至今酒店OCC恢复度走势

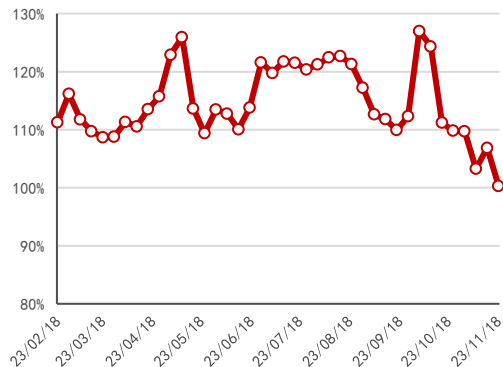
OCC较19年同比 (pct.)



资料来源：STR、盈蝶咨询、同程数科、民生证券研究院

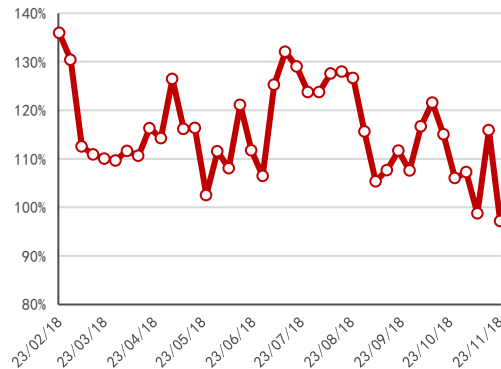
图表：2023至今酒店ADR恢复度走势

ADR较19年恢复率 (%)



图表：2023至今酒店RevPAR恢复度走势

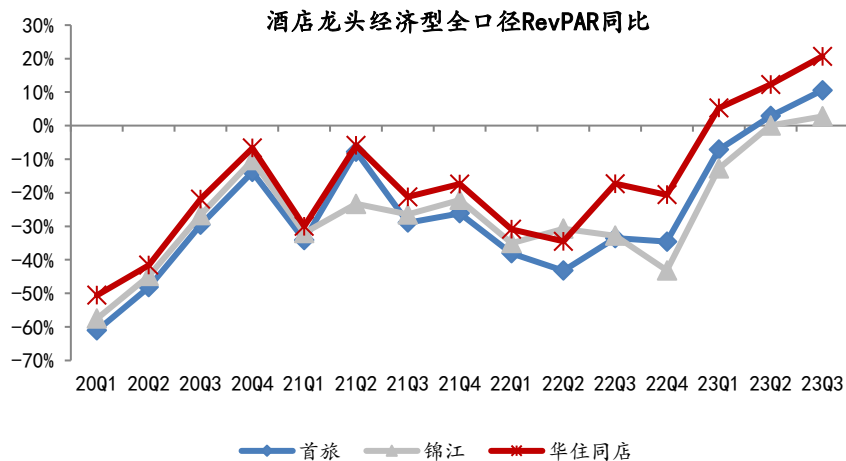
RevPAR较19年恢复率 (%)



2.1 年内出现经营分化，公司管理调整或将改善未来发展局面

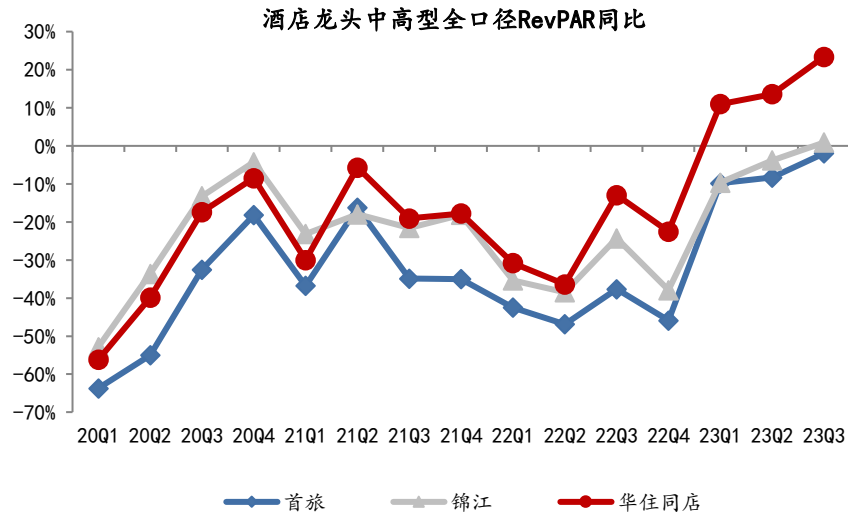
- **龙头酒店公司经营数据恢复度明显分化：**23Q3 RevPAR锦江/首旅/华住分别恢复较19年+2.75%/+10.53%/+20.67%，华住提升较高反映了其关闭怡莱门店/产品迭代升级的影响，首旅反映了如家直营店升级为3.0版本的影响。23Q3 RevPAR锦江/首旅/华住/君亭直营分别恢复较19年+0.91%/-1.96%/+23.38%/+25.24%，恢复度相当程度反映了品牌经营能力的差距。
- **酒店公司不断优化品牌与组织结构，带来后续看点：**酒店公司积极从经济型酒店向中高端酒店转型，拓宽自身品牌矩阵；公司内部治理结构不断优化，提高企业自身管理能力。根据最新公告，锦江酒店于2023年8月28日董事会同意聘任毛啸先生为公司副总裁，开始调整管理架构。金陵饭店2023.12.1公告称前董事长李茜女士申请辞去公司董事长职务，并提名毕金标先生、张胜新先生、张萍女士为公司第七届董事会董事（非独立董事）候选人。

图表：2023年酒店龙头经济型RevPAR恢复度对比



资料来源：各公司公告、民生证券研究院

图表：2023年酒店龙头中高端RevPAR恢复度对比

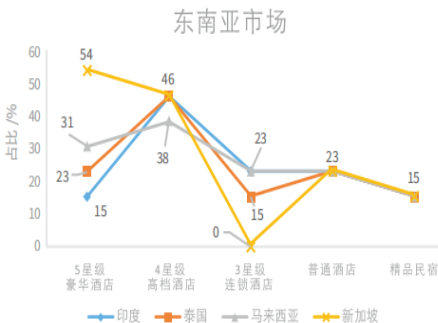
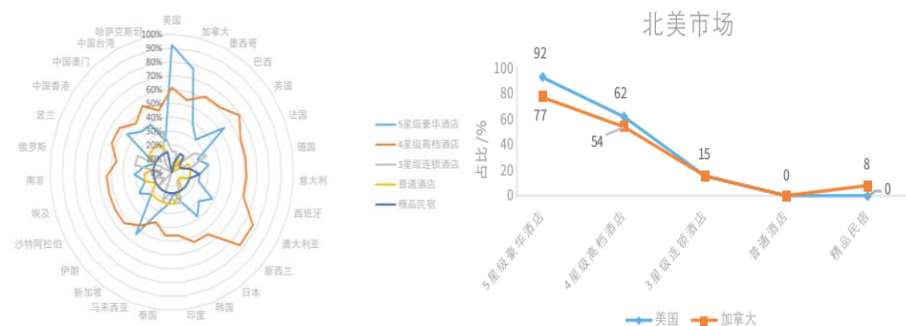


- 酒店龙头加速高星级业务布局：近年来国内各酒店龙头均在加速高星级酒店的布局：首旅收购凯宾斯基，打通高端全服务价格带的布局；锦江收购锦江国际酒管公司，囊括J酒店等高端品牌在内；君澜度假走出独特的风格，君澜理等新品牌推出切入中国化社交场景；华住高端事业部成立；开始与香格里拉等壁垒深厚的高星级酒店先行者同台竞技。
- 入境客流或为高星级酒店的营收带来增量：根据WTA的调查问卷，入境游客住宿需求偏向高端酒店；从国别来看，北美市场入境游客对住宿要求最高，档次越高的酒店，游客占比越大；而东南亚地区的入境游客对住宿的要求，呈现出均匀分布的特点。随着中国逐步放松出入境政策，境外人员更方便入境进行商务、旅游等活动，出入境客流会有增加。高星级酒店通常能够吸引更多富裕的游客，他们更愿意选择高品质的住宿。

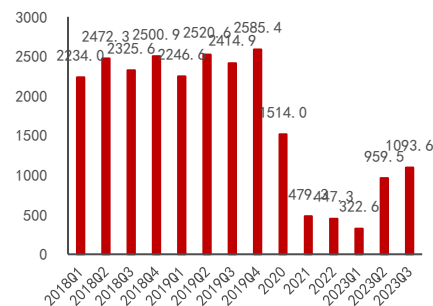
图表：国内龙头高端顶奢品牌与其他星级酒店一览

首旅									
锦江									
君亭									
华住									
其他品牌									

图表：入境游客住宿要求示意图/北美和东南亚市场入境游客住宿要求示意图



图表：外国人出入境人次（万人次，含边民）

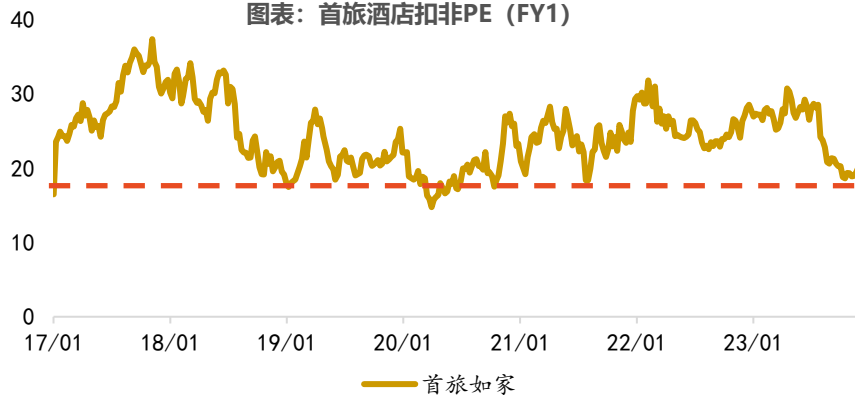


资料来源：公司官网、World Tourism Alliance、旅行社问卷调查、民生证券研究院

资料来源：国家移民管理局、民生证券研究院

- 当前锦江、首旅、华住三大酒店龙头扣非PE (FY1) 基本处于过去5年的底部位置。
- 参照过往情况，这一估值水平基本体现了对景气度的悲观预期：20x以内的PE估值通常反映了周期底部的估值水平，即酒店经营数据和预期双弱。目前来看，在行业Q4以来的景气度指标下行的背景下，板块龙头公司的估值已经接近这一底部位置，反映了较为悲观的预期，后续如在出入境、高端化等方面带来增量的话，有望驱动估值修复。

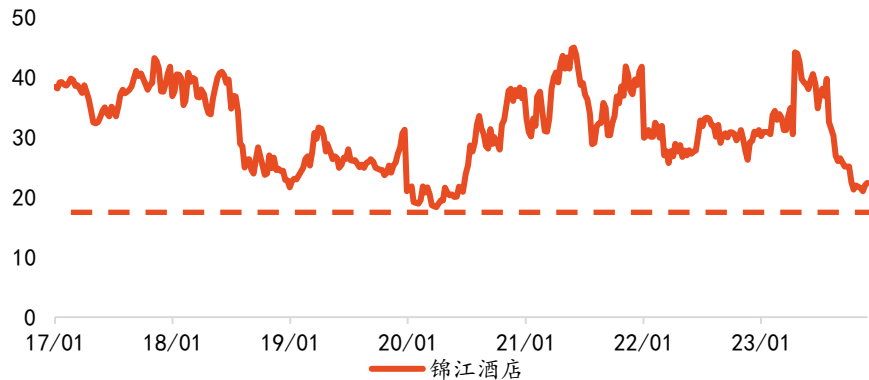
图表：首旅酒店扣非PE (FY1)



— 首旅如家

资料来源：公司公告、Wind、民生证券研究院

图表：锦江酒店扣非PE (FY1)



图表：华住集团扣非PE (FY1)



— 华住

- **1) 锦江酒店：**公司年内经营面/营收表现承压，致使股价跌幅较深，当前市值已处于明年中性预期下的底部估值；而伴随着公司正在进行的管理优化迭代，看好公司2024年通过经营优化，包括提升对加盟商的综合费率、优化直营店经营表现、降本增效，以及海外部分化债等手段实现营收较为明显的增幅，预计23-24年归母净利润11.84/18.65亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为26X/17X，维持“推荐”评级。（风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等）
- **2) 首旅酒店：**公司经营稳步修复，后续公司加大中高端开发，持续推进高端奢华产品布局，深入渗透下沉市场，强化升级会员权益，有望持续提升经营效益。此外，国庆旺季旅游市场持续强势，假期RevPAR大幅超过19年同期水平，为公司Q4营收带来支撑，预计23-24年归母净利润8.10/9.97亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为22X/18X，维持“推荐”评级。（风险提示：公司标准店扩张速度不及预期风险，酒店集团竞争加剧风险）
- **3) 华住集团：**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，高营收弹性开始兑现。在酒店行业供给深度出清的情况下，暑期出行需求释放，持续驱动酒店行业景气度攀升，公司有望进一步提升经营表现，预计23-24年归母净利润39.40/40.26亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为22X/22X，维持“推荐”评级。（风险提示：开店不及预期，旅游业恢复不及预期，酒店集团竞争加剧风险）
- **4) 君亭酒店：**君亭经营复苏良好，直营店拓店节奏有序，项目落地稳步推进君亭尚品品牌将发力中端市场，开业表现良好；与中旅酒店的会员合作，实现了会员规模跃迁，并打开了生态融合想象空间。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，预计23-24年归母净利润0.50/1.62亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为85X/26X，维持“推荐”评级。（风险提示：拓店不及预期，战略合作不及预期）
- **5) 金陵饭店：**公司酒店主业稳步发展，多品牌战略下维持放量，协同业务及商贸业务稳定增长，国企改革对资产提效增质，并有望带来潜在的资产注入想象空间，预计23-24年归母净利润0.84/1.19亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为37X/26X，维持“推荐”评级。（风险提示：拓店进展不及预期，出行复苏不达预期，食品业务不及预期）

2.2 会展：海外办展正当时， 出入境环境优化助力成长

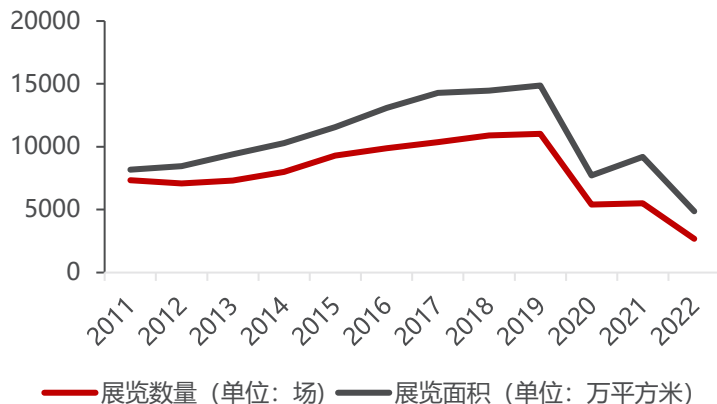
2.2 会展：疫情期间境内/境外办展均受到明显冲击

- **疫情期间展会市场受到冲击。**2022年，境内展览数量和展览总面积为疫情三年谷底。2022年境内展览场次、展览总面积仅占2019年24.31%、32.79%。
- **境内展降幅明显。**2022年全国共举办2682场线下展览，展览总面积达到4879万平方米，同比降幅分别为51.19%和46.88%。
- **境外展呈上升趋势。**2022年共举办24场境外展览，展览总面积达到20.91万平方米，同比增长分别为71.43%和771.25%，国际市场趋于复苏。

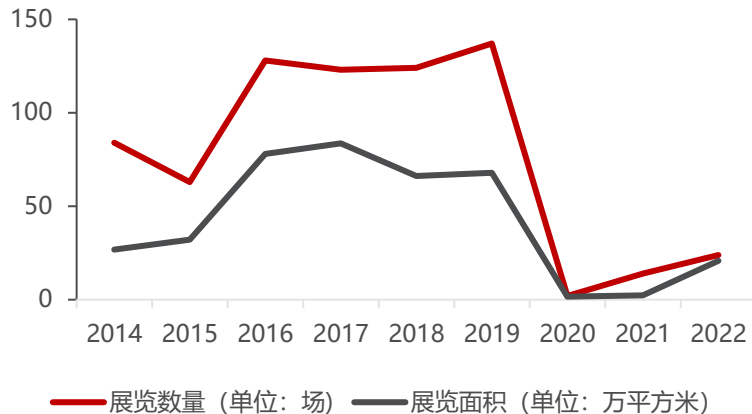
图表：中国线下展会疫情三年统计数据与2019年的比较

年份	展览场次(场)	比较2019年(%)	展览总面积(万m ²)	比较2019年(%)
2019	11,033		14,877	
2020	5,408	占49.02%	7,727	占51.94%
2021	5,495	占49.81%	9,184	占61.73%
2022	2,682	占24.31%	4,879	占32.79%

图表：2011-2022年我国境内展览数量及面积



图表：2014-2022年境外办展展览数量及面积

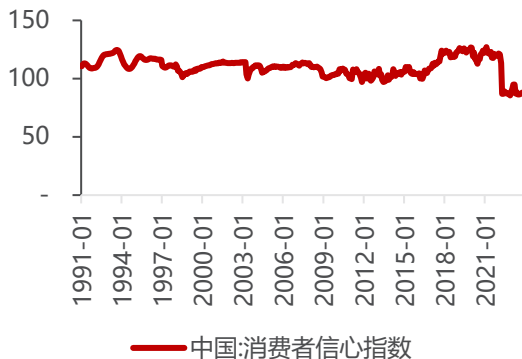


资料来源：2022年中国展览数据统计报告、民生证券研究院

2.2 外展：中国制造出海前景广阔，打开境外自办展成长空间

- 国内消费信心指数不足，产能利用率总体承压。2023年10月中国消费者信心指数值87.9仍处历史低位。国内产能利用率21年-23年总体呈下降趋势。
- 贸易结构转向一带一路和RCEP，境外自办展颇具发展空间。2022年中国境外自主办展的24场展览中，有8场展览在RCEP成员国日本、印尼和越南举办，占境外自主办展总数的33.33%，展览面积 7.62万平方米，占境外自主办展总面积的36%。据海关总署统计，2022年，我国对RCEP其他14个成员国进出口12.95万亿元，增长7.28%，占我国外贸进出口总值的30.8%。

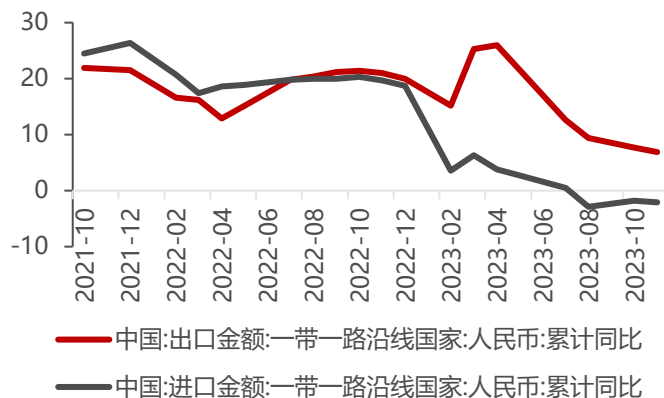
图表：中国消费者信心指数跌幅较大



图表：中国工业产能利用率恢复至疫情前水平 (%)



图表：中国一带一路出口贸易额下降速度放缓 (%)

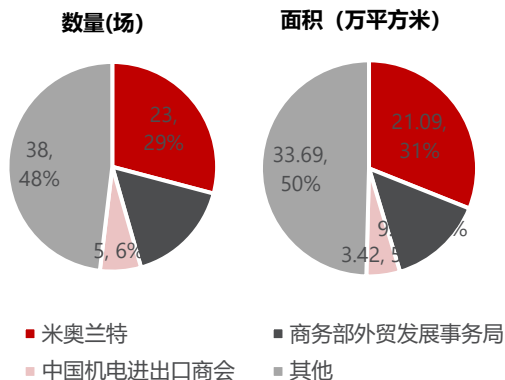


数据来源：wind、民生证券研究院

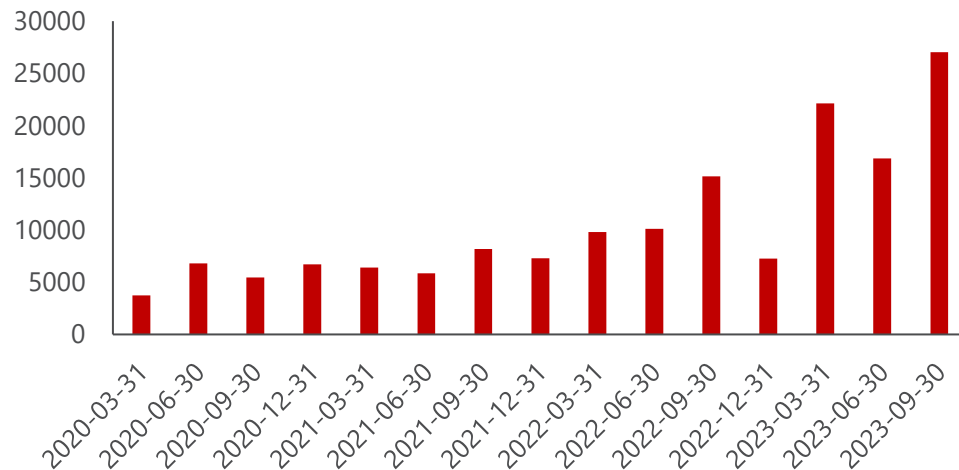
2.2 投资建议：推荐海外自办展龙头米奥会展

- **米奥会展：**国内境外自办展龙头，23年随着国内外疫情影响的散褪，公司境外办展业务开启全面复苏，叠加未来“一带一路”战略持续发力，出入境环境持续改善，未来公司营收弹性有望充分释放。同时，公司积极推进专业化升级，持续外延并购，业务版图将进一步扩充。预计23-24年归母净利润1.80/2.81亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为33X/21X，维持“推荐”评级。（风险提示：地缘政治风险，收并购后整合不及预期）

图表：2019年米奥会展在我国境外自办展中数量和面积份额约30%



图表：米奥会展合同负债处于历史新高水平（万元）



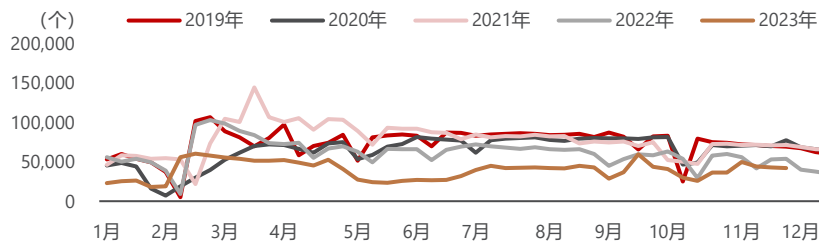
数据来源：《2021年中国展览数据统计报告》、米奥会展公司公告、民生证券研究院



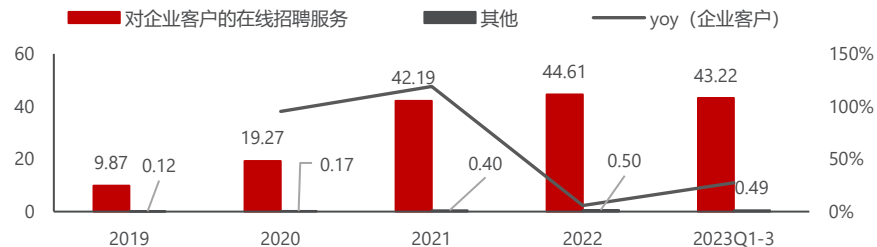
2.3 人服：关注中高端岗位招聘情况 修复及灵工政策拐点

- 今年以来，在整体经济环境、企业招聘有所收缩的背景下，招聘行业整体有所承压。从企业招聘数据来看，新增招聘企业恢复至2019/2021/2022年同期59.95%/58.97%/78.29%，新增招聘帖数恢复至2019/2021/2022年同期53.50%/51.52%/56.91%。
- 恢复分化，下沉岗位恢复较好，中高端仍然承压，期待明年中高端招聘的修复弹性。分岗位来看，可以看到，科锐国际猎头业务、人瑞人才专业招聘业务、以及猎聘这一类主打中高端岗位的招聘在今年的收缩尤其严重，23H1对应收入分别同比下滑38.48%/55.81%/20.35%；面向蓝领和白领群体的BOSS直聘收入则在23年前三季度同比增27.42%，从其财报来看，主要归因于下沉市场策略的正确性，今年以来蓝领用工及中小企业的招聘需求恢复相对较好，我们认为明年中高端招聘恢复有较大空间。

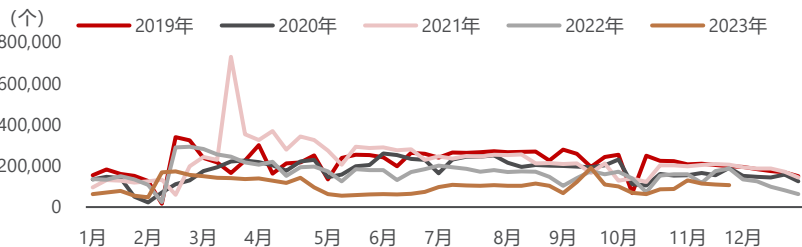
图表：2019-2023年新增招聘公司情况



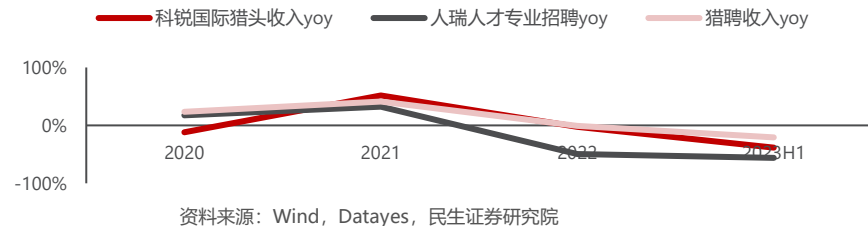
图表：2019-2023 BOSS直聘招聘情况 (单位：亿元/%)



图表：2019-2023年新增招聘帖子情况

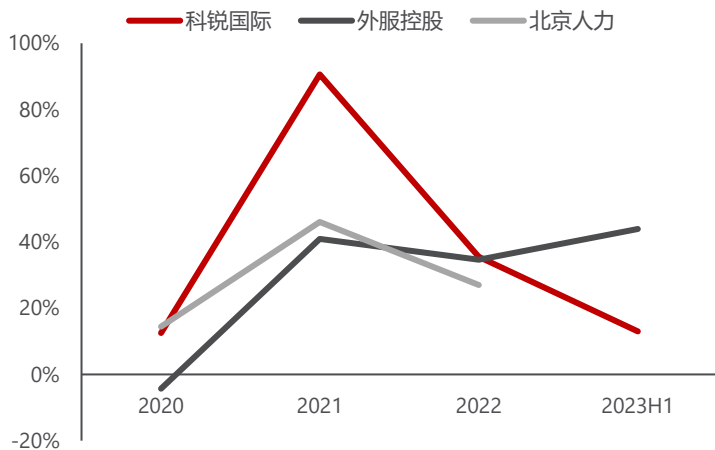


图表：2020-2023H1各公司猎头收入增速



资料来源：Wind, Datayes, 民生证券研究院

- **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，疫情以来都呈现较高的增长。我们认为疫情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，2022年科锐国际/外服控股/北京人力外包收入增速各35.49%/43.90%/27%，23H1科锐国际/外服控股外包增速为12.95%/43.90%。
- **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：**受企业招聘收缩影响，公司今年猎头业务承压，灵活用工业务保持增长，猎头修复弹性大，看好明年经济修复带来的猎头业务恢复性增长，此外公司拟推出股权激励，有望提振信心。预计23-24年归母净利润2.14/2.89亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为25X/19X，维持“推荐”评级。（风险提示：宏观经济下滑、团队/外包人员流失、竞争格局恶化等）
- **2) 北京人力：**公司为综合性人力资源企业，早期通过人事代理这一现金牛业务积累一批优质大客户，后期和欧洲人力资源巨头德科合作成立外企德科培育专业外包能力，近几年公司外包业务增速快，我们认为未来外包将贡献公司业务增长点。预计23-24年归母净利润5.63/10.44亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为19X/10X，维持“推荐”评级。（风险提示：经济修复不及预期，客户流失等）
- **3) 外服控股：**公司为综合性人力资源企业，公司起家业务为人事代理业务，目前通过自有与收购的方式发展外包业务，近几年外包业务成为公司增速最快的业务，2022年通过收购远茂控股切入制造业外包并培育外包能力，公司坚持“专业化深耕、数字化转型、资本化驱动、国际化拓展”的发展战略，未来资本化手段仍将持续，看好公司外包业务与薪酬福利业务的成长空间。预计23-24年归母净利润6.11/7.31亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为19X/16X，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）
- **4) 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。
- 整体推荐科锐国际、北京人力、外服控股，建议关注BOSS直聘、同道猎聘。



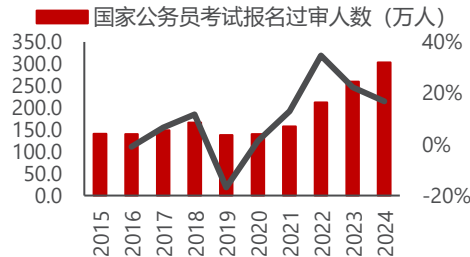
2.4 教育：板块情绪好转，关注三条主线 与优质企业价值重估机会

职业教育培训：受经济形势&下游产业牵引，个股表现分化，期待明年经济修复带动整体培训需求提升

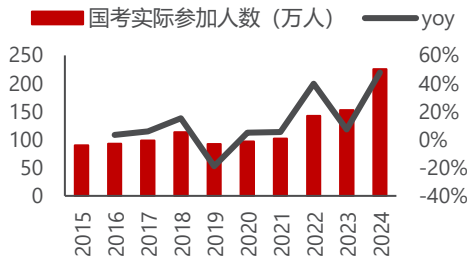
► 企业管理/考公/汽修/美业培训火热，IT培训受下游产业影响遇冷，烹饪培训逐步回暖

- 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，今年表现较好的培训赛道有考公、企业管理、汽修和美业，IT端训受冷，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年疫情受限下受影响，出行放开后有所回暖。

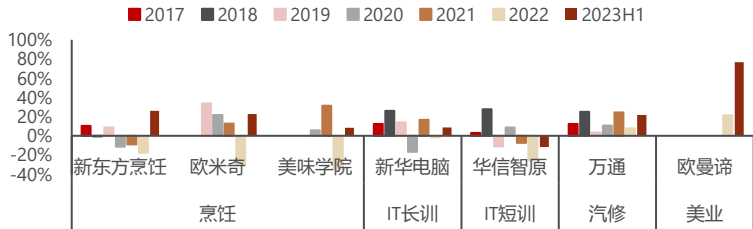
图表：国考报名人数稳步上升



图表：国考参考人数稳步上升



图表：东方教育汽修/烹饪/美业业务2017-2023H1新训人次增速情况



图表：行动教育合同负债 (单位：亿元)



图表：传智教育合同负债 (单位：亿元)

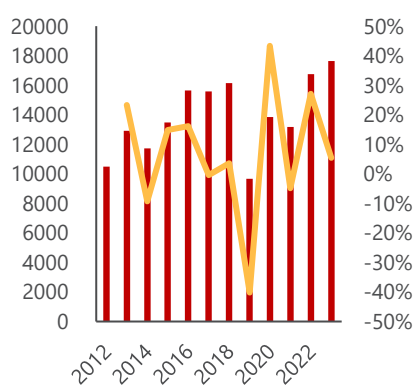


资料来源：中国新闻网、新华网、iFinD，民生证券研究院

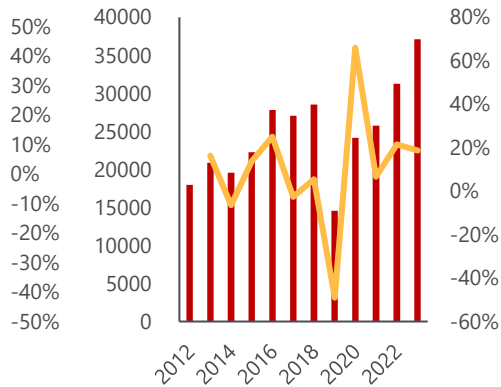
2.4 职业教育培训： 国考报名及招录人次持续攀升， 行业β向上， 关注个股困境反转机会

- 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2022年增长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。
- 集中度仍有较大提升空间，β较优下，个股空间大。根据高禾投资研究中心的报告，国考培训市场规模约331亿元，以此为基准，2022年粉笔和中公市占率分别为8.54%和14.58%，仍有较大提升空间。
- 关注个股困境反转下的α+β机会。2021年受疫情影响、招录类节奏推迟，使得中公教育退费较为集中，同时中公教育主打退费的协议班收入占比较高，当年公司归母净利润亏损23.7亿元，近两年公司持续调整产品结构，取消高退费的协议班，转让股权及借款融资逐步解决退费问题，今年以来公司已连续三个季度实现利润正增长，关注公司困境反转机会。

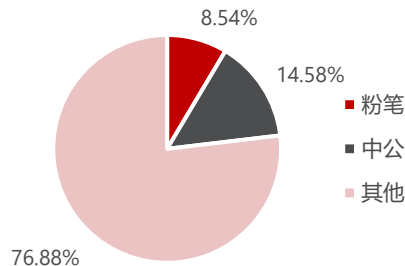
图表：国家公务员招录职位数（单位：人次）



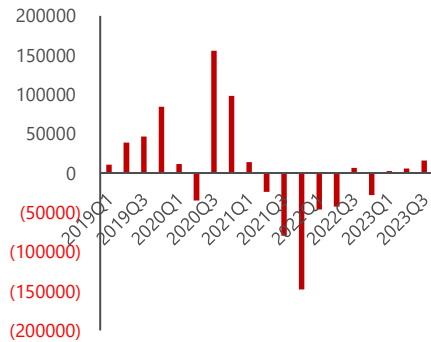
图表：国家公务员招录人数（单位：人次）



图表：2022年考公市占率



图表：2023年中公前三季度利润转正（单位：万元）



资料来源：Ifind，民生证券研究院

2.4 教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构营收回暖

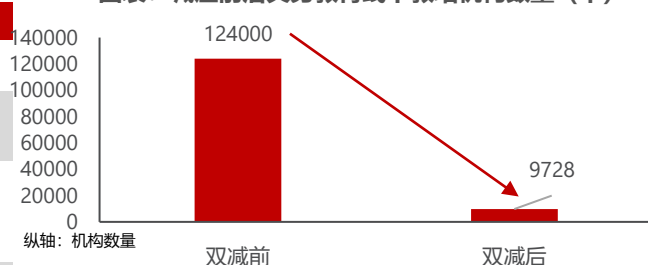
- **行业监管逐步具像，政策边界逐渐清晰。**2021年7月24日“双减”政策出台后，政府从教培材料、从业人员、收费等多个方面密集发布了一系列监管政策，助力K12教培规范化。两年政策的执行与市场的动态发展，目前已经逐步试探出监管和市场的边界，即针对义务教育阶段学科培训转型为素质教育，高中阶段目前合法合规教培机构受到保护。
- **市场出清格局优化。**据教育部披露，2022年2月，12.4万个义务教育阶段线下学科类校外培训机构压减到9728个，压减率为92.14%，原263个线上校外培训机构压减到34个，压减率为87.07%，所有省份均已出台政府指导价标准，收费较出台之前平均下降4成以上，行业整体格局得到优化。

图表：“双减”后教培行业政策颁布情况

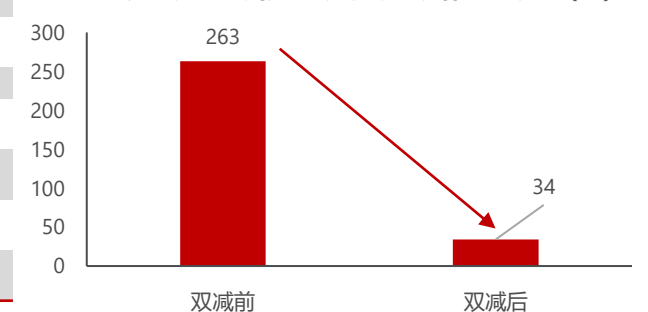
日期	政策	主要内容
2021/8/25	《中小学生校外培训材料管理办法(试行)》	严格管理经审批登记的校外培训机构自主编写的面向中小学生的学习材料，确保培训材料的思想性、科学性、适宜性。
2021/8/30	《关于将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》	为现有面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的政策明确具体落实办法。
2021/9/2	《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	对义务教育阶段学科类校外培训机构加强监管，主要监管措施包括实行政府指导价管理、科学制定收费标准、加强收费行为监管等，强化校外培训公益属性。
2021/9/9	《校外培训机构从业人员管理办法(试行)》	对校外培训机构从业人员招聘及解聘的从业条件、人员结构等方面做出规定。
2021/11/10	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度进行综合考量，加强对义务教育阶段校外培训机构“学科类”项目的鉴别管理。
2022/12/8	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	强化非学科类培训的公益属性，明确各类培训机构的设置标准、底线要求以全面对标整改，严格准入标准，规范日常运营等。
2023/3/4	《校外培训机构财务管理暂行办法》	对面向3至6岁学龄前儿童、中小学生开展校外培训的校外培训机构的财务管理活动。
2023/7/4	《关于做好校外培训机构从业人员准入查询工作的通知》	要求各地教育行政部门联合有关部门定期组织开展现场检查，确保培训机构从业人员全员纳入监管平台，校外培训机构依法履行准入查询义务。
2023/7/12	《关于在深化非学科类校外培训治理中加强艺考培训规范管理的通知》	针对艺考培训的突出特点和实际情况，进一步加强艺考培训规范管理工作，包括严格规范培训主体、加强从业人员管理、强化培训收费管理等。
2023/7/24	“全国校外教育培训监管与服务综合平台”	设立“机构登记注册”“培训费支付渠道”“课程上架”“学院缴费管理”四大功能。
2023/8/1	《校外培训行政处罚暂行办法》	对机构突破经营许可的范围做出限制，对违规办学明确相应处罚办法。对个人的无照办学亦制定了相应处罚办法，特别是在职教师从事学科培训将予以从重处罚。

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

图表：减压前后义务教育线下教培机构数量(个)



图表：减压前后义务教育线上教培机构数量(个)



2.4 教培：行业格局优化叠加转型业务拓量，头部机构业绩回暖

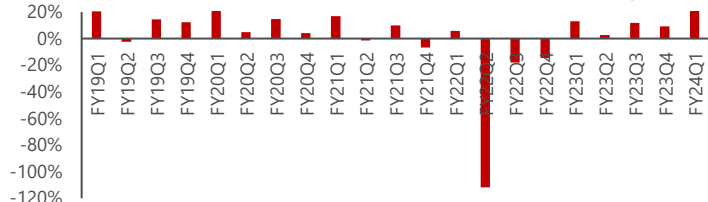
- 传统合法合规业务格局好转。**通过这一轮双减，市场上教培机构减少9成以上，我们认为教育行业也从此前的无序发展过渡到合法合规的局面，且政策对于教育机构的进入门槛/内容监管都提出新的要求，在目前行业供需缺口较大的情况下，内容合法合规/具备牌照资质的头部教育企业将更容易获得家长与学生的青睐，且具备网点扩张优势，有望抢占更大的市场份额。FY24Q1新东方出国考培/咨询/成人及大学生业务收入同比增51.7%/26.6%/25.5%。
- 转型业务逐步拓量。**除保留合法合规的高中业务部分，龙头们的转型方向主要为素质教育、职业教育以及学习机等硬件教育产品。FY24Q1新东方素养报名人数同比增47%，学习机付费用户数同比增38%；好未来FY24Q2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

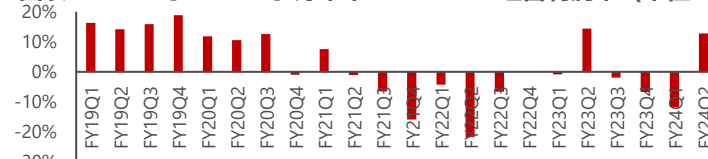
公司名称	主要业务	“双减”政策后的业务变化	转型方向
新东方	综合性教育集团，同时也是教育培训集团。公司业务包括素质教育、国际教育、成人教育、智慧教育、图书文创、直播电商等多个业务板块	2021年年底停止义务教育阶段学科类培训业务； 保留高中阶段培训、留学培训、考研培训、文化服务等传统业务	转型青少年素养培训、进军文旅业务
好未来	全面布局教育产业，覆盖1至24岁多元化教育需求	公司于2021年12月31日截止义务教育阶段的学科类校外培训服务； 保留青少年素养培训、基于出版和数字内容的新型学习服务	主营业务转型为学习服务和其他、学习技术解决方案和内容解决方案（学习机）；推出青少年素养培训业务；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

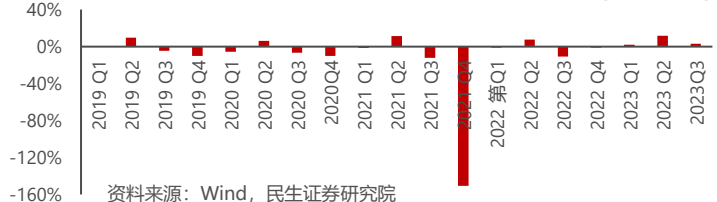
图表：FY19Q1-FY24Q1新东方Non-GAAP经营利润率（单位：%）



图表：FY19Q1-FY24Q2好未来Non-GAAP经营利润率（单位：%）



图表：2019Q1-2023Q3学大教育扣非归母净利润率（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

- **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
AI教育产品相关企业梳理	国新文化	教育优师均衡视应用云平台：用于促进教师专业发展，推动区域教育均衡、可持续共筑优质教学资源；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；智慧数字公共服务平台：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、课后整个教学过程；富配教全场量互联应用：通过鸿合高职教智能交互黑板/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，提高学生参与积极性。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。
	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。打造涵盖感知互动、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	笔袖：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；课后共管服务平台：课后共管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、退费全流程闭环应用，共管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；练习扫描批改：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多维度量化评估教学效果，用自动化技术指导老师教学效果；基于人工智能技术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员 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 高途集团	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生，让青少年更好地了解 and 拥抱AI。站式AED-CPR科普教学一体机：用于急救知识学习。 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

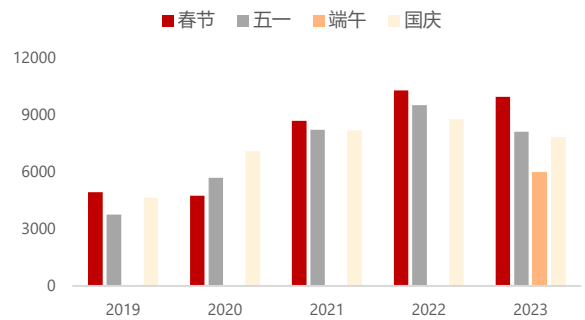
2.4 个股观点：把握个股价值重估机会

- **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、新东方、好未来、凯文教育、天立国际、思考乐、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，推荐IT培训龙头传智教育，密切关注其招生边际改善、鸿蒙课程推进情况以及山西大同大专学校的建设进度，建议关注布局中职学历职教及职业技能培训的科德教育，建议关注考公龙头中公教育、粉笔、华图教育（拟上市）以及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：**公司主要从事企业管理培训业务，浓缩EMBA和校长EMBA为其核心课程，明年学费提价和教室扩容将带动营收增长，此外公司近两年执行大客户战略，瞄准开发具有稳定续费能力的客户群体保障公司合同负债增长，目前公司合同负债充裕，明年营收有较强的保障，看好公司明年营收的表现。预计23-24年归母净利润2.28/2.92亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为20X/15X，维持“推荐”评级。（风险提示：招生人数不及预期、宏观经济下滑、关键业务人员流失等）
 - **2) 传智教育：**公司主要从事成人IT短训业务，今年公司受到下游企业招聘收缩影响短训招生及就业率有所承压，目前下游企业招聘逐步修复、公司就业率逐步好转；安卓鸿蒙不兼容下，多家互联网公司发布多个和鸿蒙系统有关的岗位，鸿蒙人才较为紧缺，公司在11月前端课程中推出鸿蒙软件课程有助于吸引招生，边际改善公司短训招生情况；长训方面，公司山西大同大专院校拟在明年开始招生，贡献增量。预计23-24年归母净利润1.74/2.16亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为32X/25X，维持“推荐”评级。（风险提示：IT行业景气度下降；中等职业院校招生不及预期；行业竞争加剧）
 - **3) 中国东方教育：**公司正在逐步走出疫情影响，招生逐步恢复。未来，随着公司加快区域中心建设，有助于提升管理规模，实现集约化发展和规模效应；招生端，公司长训学生占比仍有较大提升空间；此外，公司美业院校欧曼谛尚在孵化，拓店空间较大。最后，面对公办学校的竞争，公司通过迭代专业、强化实训和就业支持来提升办学吸引力。预计23-24年归母净利润4.16/6.26亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为14X/9X，维持“推荐”评级。（风险提示：行业竞争加剧，招生不及预期，区域中心建设不及预期，政策风险）。
 - **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、新东方以及好未来。
- **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。

2.5 免税&机场：关注出入境修复带来的政策及营收增量

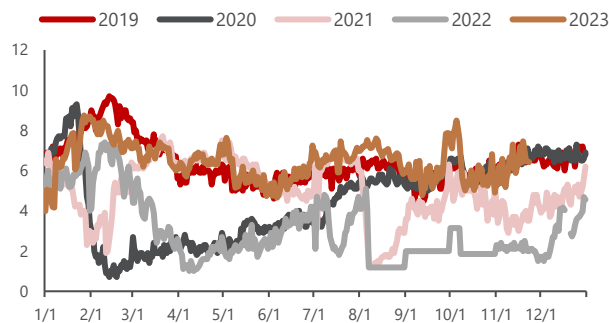
- 海南客流修复良好，符合预期。从客流上看，海南整体客流量修复良好，23年前三季度海口美兰机场客流量平均日度数据同比19/20/21/22年增长1.55%/67.59%/25.94%/97.69%。
- 消费力年内走弱，客单价环比下降。今年春节离岛免税客单价超过2021年水平，同比增长14.61%，并接近2022年水平，然而五一假期和国庆中秋双节假日离岛免税客单价同比2021年下降1.29%和4.20%，客单价逐步走弱。我们认为或受到以下多重因素影响：1) 居民消费力受损；2) 高净值人群出境分流影响。
- 期待经济逐步回升带动消费力修复。

图表：2019-2023年各节日客单价（单位：元）



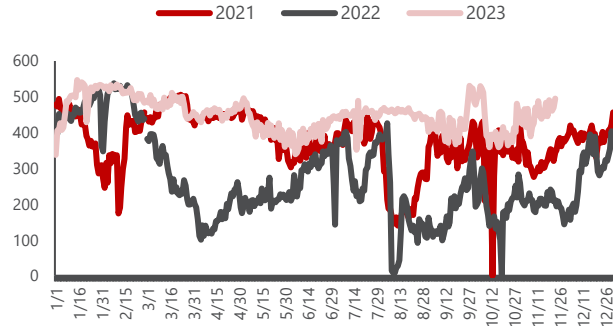
资料来源：海口海关、商务厅，民生证券研究院

图表：海口美兰机场客流量日度数据（单位：万人）



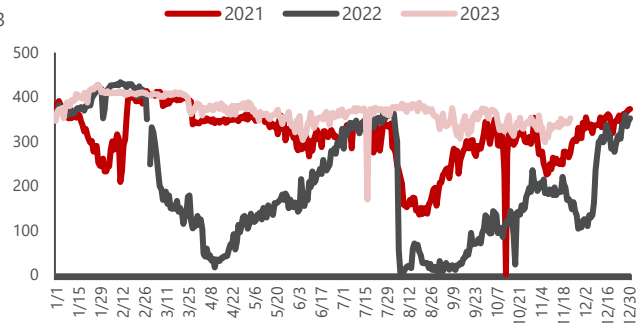
资料来源：海口美兰机场官方微博，民生证券研究院

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。**今年前三季度，文旅部先后公布了第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疫情后复苏，吸引更多企业加入市内免税版图。

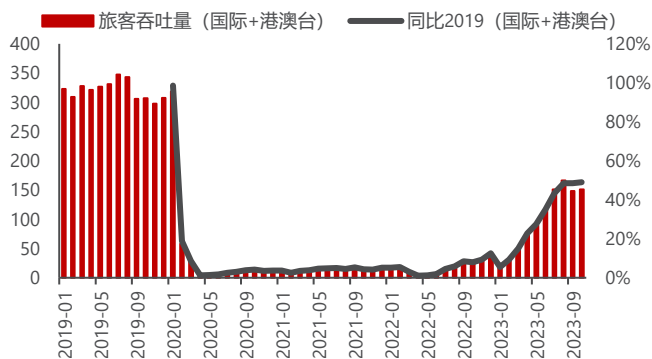
资料来源：财政部，商务海关总署，国家税务局，民生证券研究院

图表：地方市内免税规划政策梳理

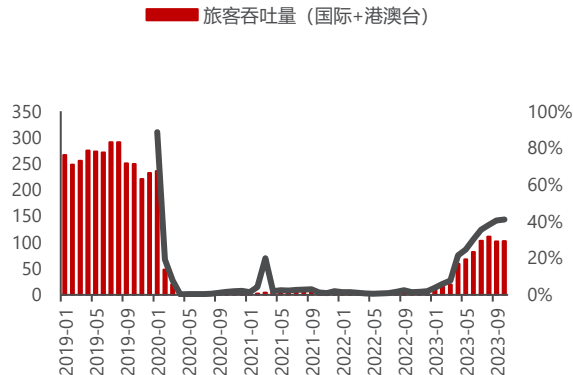
时间	发布方	出台文件	主要内容
2021年3月	广东省政府	《广东省2021年提振重点消费的若干措施》	加快建设具有地方特色的市内免税店
2021年9月	陕西省商务厅	《陕西省商务发展“十四五”规划》	加快西安市内免税店建设，对标日韩等经验发展高标准运营。
2022年1月	湖北省商务厅	《促进全省消费扩容升级三年行动方案（2021-2023年）》	积极申报建设进境和市内免税店等，创建国际消费城市
2022年2月	深圳市政府	《深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施》	推动建设具有深圳特色的市内免税店，引导境外消费回流。
2021年3月	深圳罗湖区	《罗湖区产业发展“十四五”规划》	筹划打造跨境消费中心，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4-5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4-5成：从目前机场国际及港澳台旅客修复情况来看，23M10首都机场修复至2019年同期的41%，上海机场恢复至2019年同期49%。从今年放开以来，随着出入境逐步恢复，23H1日上上海免税销售额同比增50.3%。

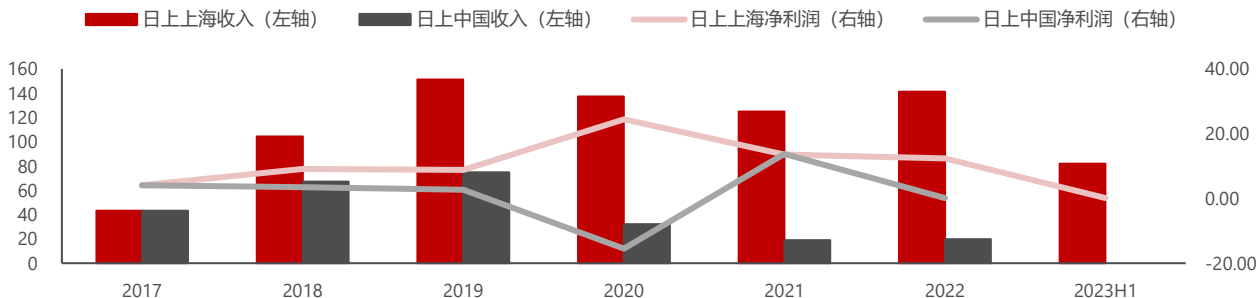
图表：上海机场国际+港澳台旅客吞吐量及修复情况（单位：万人次）



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：2017-2022年日上上海&日上中国收入及利润（单位：亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，公司产销运营快报，公司官网等，民生证券研究院

2.5 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

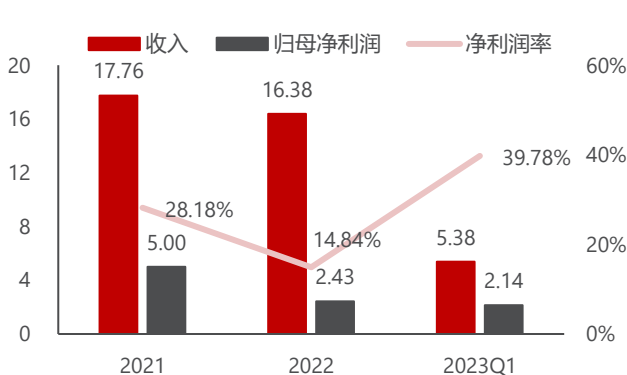
- 事件：**珠海市国资委、城建集团以其持有的免税集团珠免集团100%股权认购上市公司所发行股份并取得现金对价，其中股份发行价格为5.38元/股，对应价为73.31亿元，现金部分为13.47亿元。交易完成后，珠海市国资委对格力地产的持股比例将从此前的44.95%提升至68.59%，成为公司控股股东，依旧保持实控人地位。
- 珠免：坐拥多个陆路及机场口岸免税店，横琴口岸免税店正式成立再下一城，布局粤港澳旅客出游。**珠免集团主要经营免税品销售业务，旗下拥有二十余个陆路口岸和机场口岸的出境免税店，覆盖珠海、香港、澳门、天津、海南、广西、内蒙古等城市，与三百余家世界顶级品牌保持着战略合作关系，销售免税品涵盖烟类、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的消费力，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
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

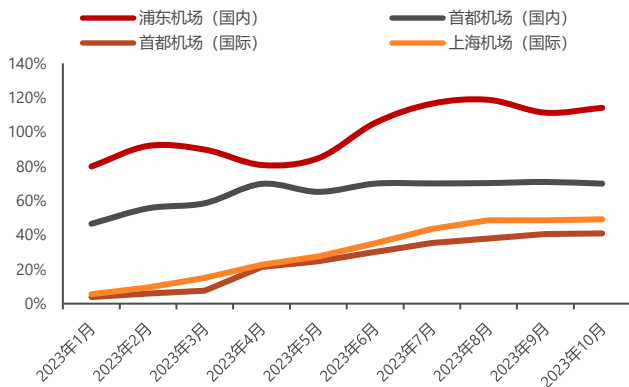
图表：珠免2021-2023Q1收入和利润表现(单位：亿元/%)



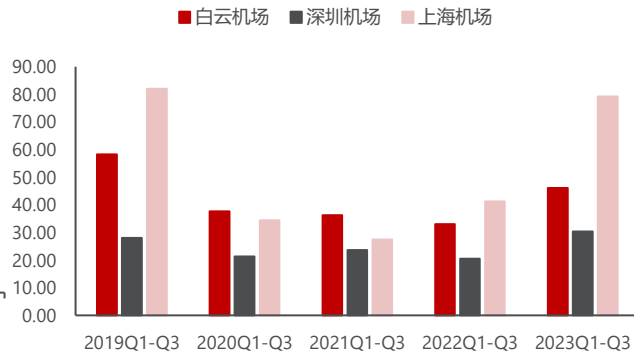
2.5 机场：国际航线仍有较大恢复空间，关注免税合同重新调整

- **航空业务仍有较大提升空间。**国内航线恢复好于国际航线，带动收入/利润逐步修复，目前国际客流修复约4成，航空收入业务仍有较大提升空间。
- **国际航线逐步修复带动机场免税业务收入逐步提升。**随着客流修复，上海机场今年前三季度免税合同收入逐步提升，23Q3达5.3亿元。
- **关注免税合同重新谈判。**2018年日上上海与上海机场（集团）有限公司以及上海国际机场股份有限公司签订免税经营项目合同，合同期限为2019-2025年。我们认为随着免税合同的到期，将迎来新一轮免税合同谈判，在扣点率上，政策规定机场扣点率< 有税零售提成比例*1.2原则，机场扣点率相较此前或有所下降，未来我们认为机场或将进一步参与免税店运营以弥补收益。

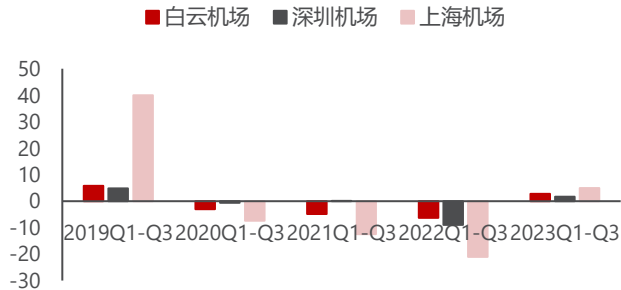
图表：机场国内客流修复好于国际航线



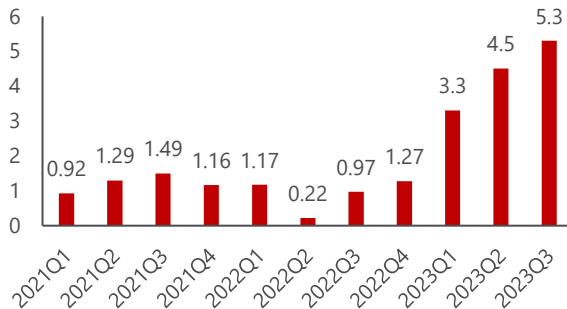
图表：四大机场收入表现 (单位: 亿元)



图表：四大机场利润表现 (单位: 亿元)



图表：上海机场免税合同收入大幅增长 (单位: 亿元)



资料来源：Wind，公司年报，民生证券研究院

■ 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：**今年离岛免税客群消费力下降背景下，公司通过收折扣、会员积分机制改革以及品类结构优化提升毛利率，同时公司收购中出服布局市内免税，在出境团队游逐步放开下，市内免税政策有望加速出台，关注明年该部分增量；此外公司新项目一期2号地即将落成，有望带来增量，随着LV入驻河心岛有望进一步带动客流提升；此外，机场免税合同预计在2025年到期，或将在2024年进行重新谈判，关注合同进展。预计23-24年归母净利润66.46/83.00亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为25X/20X，维持“推荐”评级。（风险提示：客流恢复不及预期、消费信心不足等）
- **2) 王府井：**今年前三季度，有税整体呈现复苏态势，从三季度来看，则是体现出结构性增长的态势，奥莱/购物中心增长相对韧性，百货商超较为疲软；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，前三季度收入达到1.99亿元，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。预计23-24年归母净利润9.09/12.91亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为20X/14X，维持“推荐”评级。（风险提示：客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足等）

■ 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。

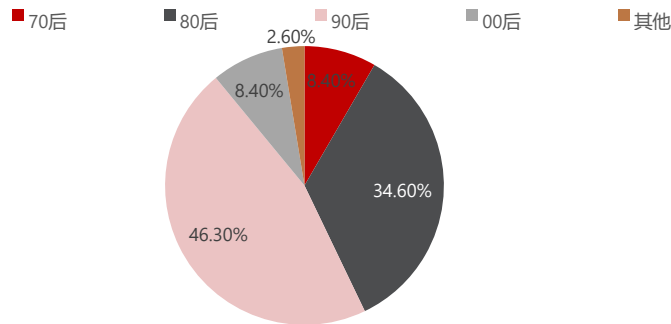
- 推荐王府井，建议关注中国中免、白云机场、上海机场、首都机场、深圳机场、海南机场。

2.6 旅游&景区：关注出境游、新兴旅游业态和核心优质旅游资产价值

出境旅游：行业迈入复苏阶段，客群特征明显

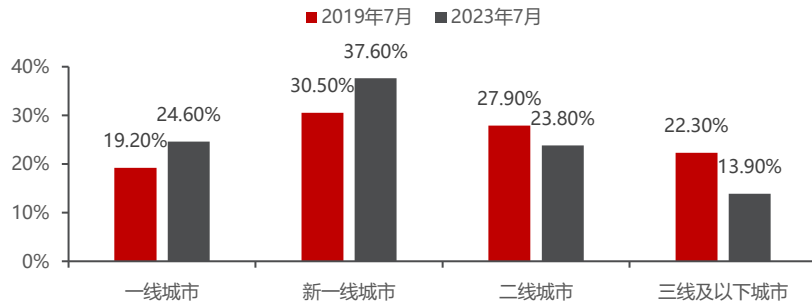
- 80后/90后为出境游主客群，70后/00后客群占总客群比例相同。2023年，出境团队游及“机票+酒店”业务逐步开放，文旅部在2023年2月、3月和8月分批次确认/增加可出境游国家数量，出境游行业逐步迎来复苏。从年龄层次来看，80后/90后客群为主导，占比达79.9%，70后/00后客群占比相同，该年龄层次表现我们认为作为当前社会发展中流砥柱的80后/90后客群随可支配收入提升、快节奏生活下压力逐步积累所致。
- 一线/新一线城市客群占比提升，二线/三线及以下城市市场潜力仍有较大释放空间。从客源地分布情况来看，1) 根据FASTDATA极速发布的《2023年中国出境游行业发展报告》，一线/新一线城市出境游客群占比增加，其中新一线城市客群占比增长最快；二线/三线及以下城市出境游客群占比有所下滑，三线及以下城市客群占比下滑最为明显。我们认为，二线/三线及以下城市客源市场在2023年/2018年两个节点的差异表现，或是过往疫情扰动使居民对自身经济情况的短期预期较低所致，也可能是新一线城市经济实力更强出境游开放后短期需求提振速度加快所致。出境游行业价格带正在逐步下行，随经济增长/人均可支配收入增加，二线、三线及以下城市出境游市场潜力有望逐步释放。

图表：2023年7月中国出境游客群年龄结构



资料来源：《2023年中国出境游行业发展报告》，民生证券研究院

图表：2019年7月/2023年7月中国出境游客群客源地分布情况



资料来源：《2023年中国出境游行业发展报告》，民生证券研究院

出境旅游：热门出境游目的地提供签证便利利好行业复苏，旅游安全为东南亚各国出境游恢复所面临的核心问题

- **免签政策为行业复苏带来新推动力，疫情前热门出境游国家部分已出台免签政策。** 聚焦疫情前各个热门出境游目的地国家当前对我国公民的免签/落地签政策实施情况，2018年前十大出境游目的地中越南、柬埔寨、印度尼西亚、菲律宾、泰国、俄罗斯、美国、马来西亚均已出台免签/落地签政策或将优化我国公民签证申请流程，而签证办理长流程/严审核一直是出境游行业所面临的核心问题，免签/落地签政策有效减少居民出境游出行顾虑，将持续对出境游需求恢复和增长产生强提振作用。
- **日本或将成为短期出境游主目的地，东南亚各国面临出境游环境优化问题。** 2023年以来，频登热搜的出境游安全问题是出境游行业复苏难以回避的挑战，对居民出行预期及出境游客流恢复情况已造成一定影响：1) 根据FASTDATA极数，2023年7月对旅游安全有担忧的用户比例占比达81.2%，较2019年同期+47.5pcts；2) 根据泰国旅游和体育部，2023年1-7月，国内去往泰国旅游人次为183万人次，为19年同期的20.22%。**我们认为，此背景下日本/韩国等周边发达国家或将成为出行主目的地，而东南亚各国对旅游安全的优化力度决定其出境游恢复能力，作为出境游主目的地的泰国政府非常重视安全问题，已经联动国家安全部门以及泰国警察总署，保障中国游客的安全。**

图表：疫情前出境游热门国家当前免签/落地签政策发布情况

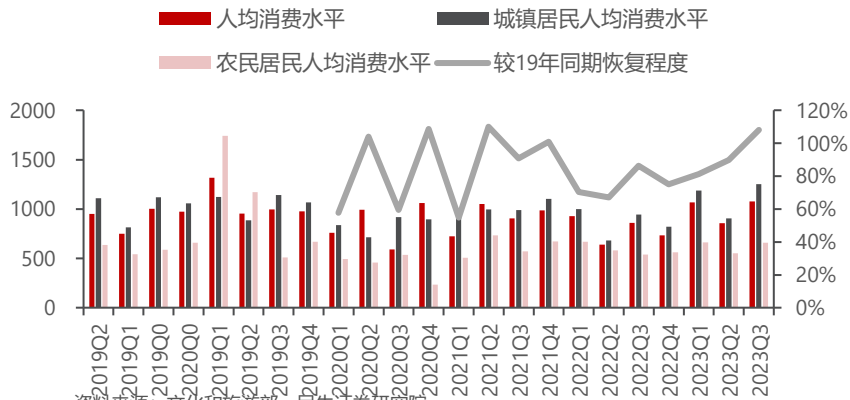
出境游目的地	免签/落地签政策发布时间	政策详述
越南	长期政策	持有效普通护照符合情况可在各国际口岸申请办理落地签证
柬埔寨	长期政策	持有效期6个月以上普通护照或公务普通护照可在航空和陆地口岸办理落地签证
印度尼西亚	2023年2月13日	23年2月25日至24年2月29日，赴印尼事由为旅游，可通过落地签证入境
菲律宾	2023年7月26日	8月24日起，菲律宾电子签证系统试行（11月15日全面启动），中国籍公民申请人可申请单次入境或六个月多次入境签证
泰国	2023年9月13日	宣布对中国游客实施为期5个月的阶段性免签政策。从2023年9月25日到2024年2月29日，中国游客无需办理签证即可入境泰国，并可停留不超过30天
俄罗斯	2023年9月20日	首批268家，文化和旅游部公布经营中国公民组团赴俄罗斯免签旅游业务旅行社名单
美国	2023年11月16日	中美将推出更多便利人员往来、促进人文交流的措施，包括增加中美客运直航航班，举办中美旅游高层对话，优化签证申请流程等
马来西亚	2023年11月26日	马来西亚将从12月1日开始，对来自中国等国游客实施30天免签证入境措施

资料来源：中国侨网、每日经济新闻、中国新闻网、央视新闻，民生证券研究院整理

国内旅游：旅游客流表现分化明显，度假游/周边游或将受益

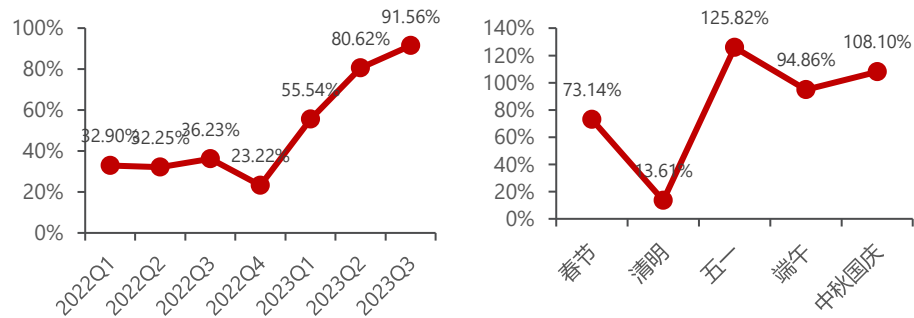
当前市场数据呈两极分化状态：季度数据表现上，旅游人次低于19年同期但人均消费上行，节假日数据方面旅游人次超越19年同期但人均消费恢复力不足，我们认为居民旅游行为偏好变化的结果，与19年相比，居民旅游需求更倾向于在假期集中释放，因此节假日旅游人次较19年同期上行但季度旅游人次较19年同期下行；另一方面，旅游消费需求整体呈现上行趋势，但节假日各热门旅游目的地承载量有限+小众/周边/户外旅游等低人均消费的旅游形式逐步进入大众视野使节假日人均消费水平较19年同期下行；选择日常出行的游客可支配时间和财务自由度或更为宽松，出行时可能更多选择长途旅游或度假游产品，因酒店支出占比大，整体旅游支出会更高。我们认为，旅游数据两级分化是居民出行习惯变化的反映，后续旅游淡季客流表现差异会更为明显，但旅游行业整体需求仍显充足，此架构下度假旅游产品作为旅游淡季需求主填补项未来发展潜力足，随度假相关业态完善/与国外对标，引流能力将逐步提升。

图表：国内旅游人均消费水平（按季度）（元）

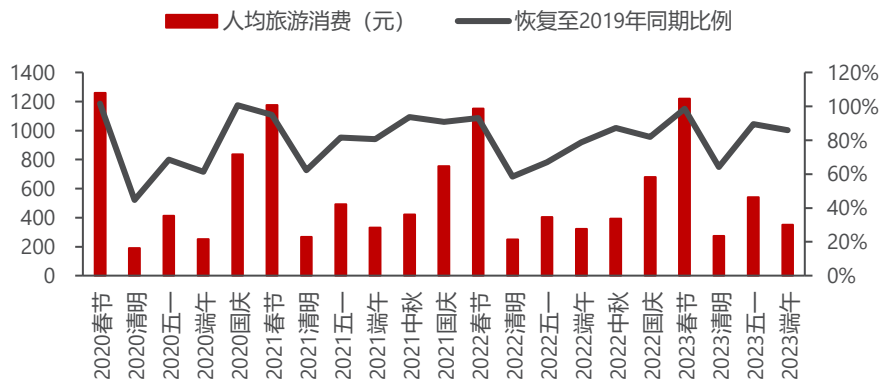


资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

图表：国内季度旅游收入较19年恢复程度及节假日旅游收入较19年恢复程度



图表：国内旅游人均消费水平（按节假日）（元）



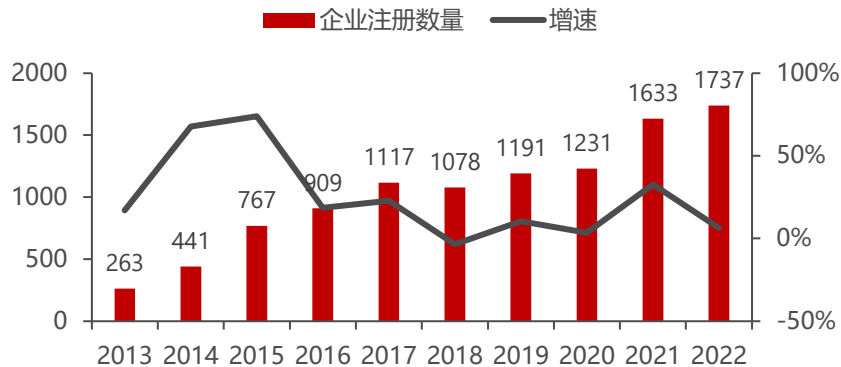
2.6 冰雪旅游：供给提振完善产业矩阵，产品创新促进需求增长

国内冰雪旅游行业在22年冬奥会带动下快速崛起，地理位置优越、冰雪资源丰富的吉林/黑龙江等东北地区省份逐步成为冰雪旅游发展重心。23年冬季将至，各地降雪开始堆积，滑雪场陆续开放，冰雪游热度逐步攀升，尤以“滑雪”为代表的冰雪旅游增速显著。根据去哪儿旅行，11月1日至11月9日全国滑雪场门票预定量较19年同期+147%，滑雪相关搜索热度增加三倍；根据携程旅行，预定至今年年底前滑雪门票订单量环比+113%，较去年同期增长近两倍。从冰雪游行业发展主驱动力来看，中长期维度各省发布的冰雪游产业发展政策为主驱动力，而从短期来看，当前促冰雪游市场热度提升/逐步崛起的主驱动力可分为三项：

- 1) **供给端强化**：2021年/2022年冰雪游企业注册数量1633/1737家，较19年同期+37.1%/+45.8%，疫情扰动下逆势突破性增长；
- 2) **优惠政策驱动需求端增长**：各冰雪游热门目的地均出台优惠政策引流，如吉林省1000万元冰雪交通补贴、新疆阿泰勒地区景区一票通政策等。
- 3) **冰雪游产品上新/瞄准目标客群提升行业关注度**：根据《中国冰雪旅游发展报告(2023)》，2023年跨省冬游，因新目的地、新玩法层出而带动的冬季旅游新品，占产品总数的63%；今年冬季，黑龙江省文化和旅游厅以“冰雪之冠，童话龙江”为主题，推出十大冰雪旗舰产品，十大冰雪精品线路，十五个品牌节庆活动，二十个网红打卡地；广之旅为满足不同人群出游偏好，将跨省冬游产品分为“活力娱雪”、“潮趣滑雪”、“滑雪度假”、“暖冬趣游”四大系列，分别瞄准冰雪旅游轻体验人群、滑雪新手、滑雪爱好者和南部地区游客需求。

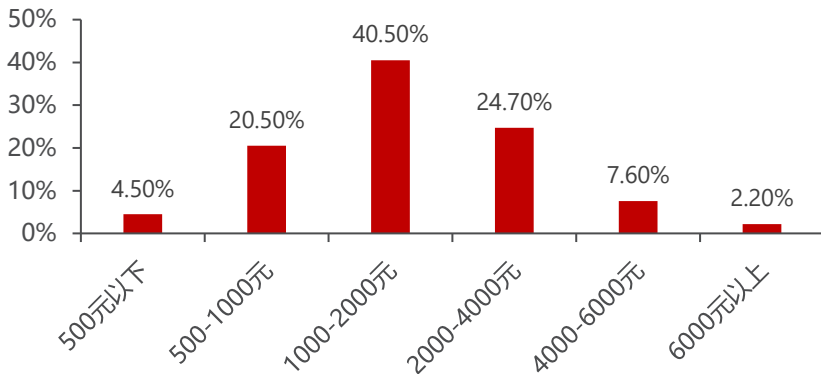
我们认为，冰雪游行业受多方面利好催化，但当前仍为中高端定位的旅游方式，但随各地冰雪旅游大众化逐步推进，冰雪旅游将与国内旅游主力人群需求进一步接轨，届时行业也将迎来指数性增长阶段。

图表：2013-2022年冰雪游企业注册数量及增速（单位：个）



资料来源：企查查，中国旅游研究院，齐鲁壹点，南方都市报，民生证券研究院

图表：单次冰雪旅游消费水平分布情况

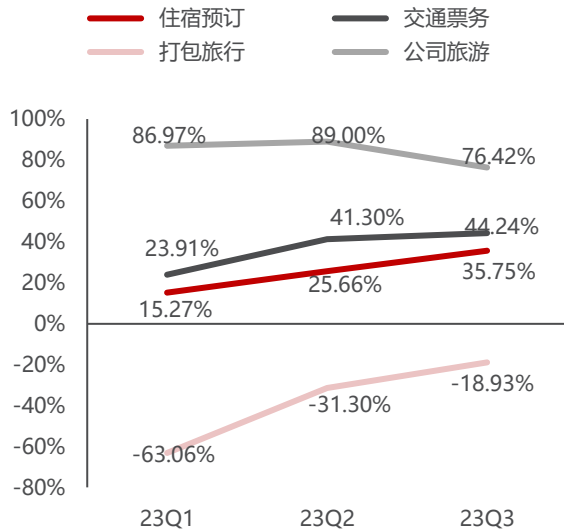


2.6

OTA：年内经营显著复苏，海外有望带来新增量

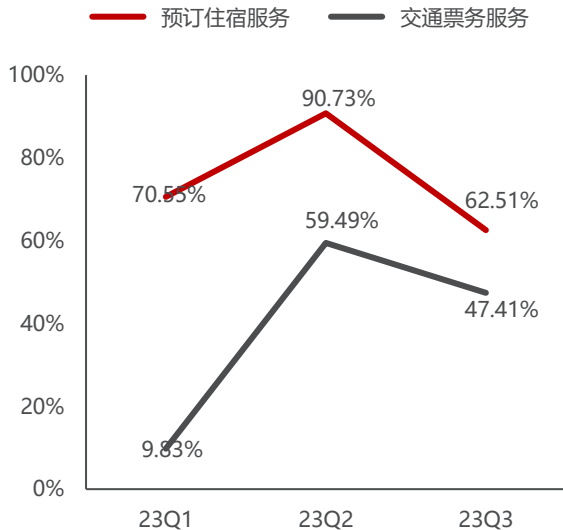
- **OTA行业龙头年内经营显著复苏：**携程集团与同程旅行作为国内两大OTA龙头，在财务营收上表现均好于19年水平。23Q3携程集团/同程旅行的住宿预定业务营收达到55.89/11.27亿元，交通票务业务营收达到53.67/16.80亿元，数据好于19年同期，经营显著复苏。
- **出入境游放开，期待海外带来新增量：**近期国内不断出台入境免签政策，以及海外旅游主要国家出台中国游客免签政策，有助于推动出入境游进一步恢复。23Q3，国际航空客运量全行业恢复率为19年同期50%，仍有较大的增长弹性；而携程整体的出境酒店和航空预定恢复度已达19年同期80%，看好海外业务带来额外增量。

图表：携程各业务营收同比19年



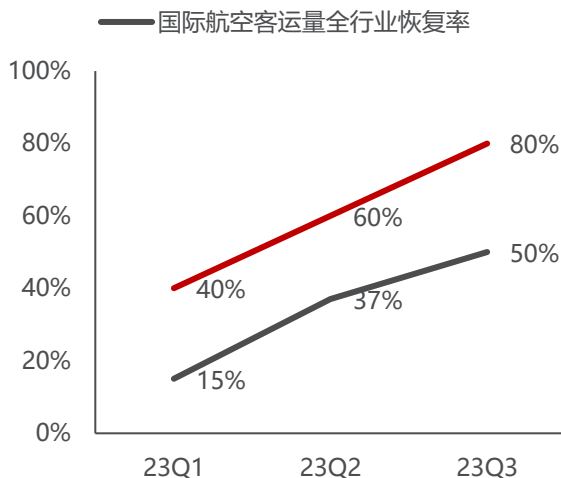
资料来源：携程集团公告、民生证券研究院

图表：同程各业务营收同比19年



资料来源：同程旅行公告、民生证券研究院

图表：携程出境酒店航空预定及整体客运行业恢复度（较19年同期）



资料来源：携程集团公告、民生证券研究院

核心标的-长白山：冰雪游发展促景区冰雪季景气度提升，内外交通优化/酒店温泉项目成长持续改善基本面

长白山-内外部交通持续优化，冰雪游或成24年营收增长驱动力。重资产项目皇冠温泉酒店项目的运营与敦白高铁的开通为长白山带来基本面改善/揽客能力优化，而长白山未来仍有外部交通、冰雪游、内部交通、酒店温泉四方面预期：

外部交通优化：A. 机场二期扩建完成，机场年客流量吞吐量上限从65万升至180万，明年夏季有望发力；B. 沈白高铁预计2025年竣工，高铁年客流量上限在沈白高铁建成后将突破百万人次（之前敦白高铁开通一年接发游客47万人次）；C. 延长高速预计2024年通车，省内游客自驾游便捷性提升。

冰雪游业务发展：除交通优化外，长白山独特地理位置优势及冰雪游资源的持续开发使其契合近年持续发展的冰雪游概念，吉林省也通过长白山冰雪游发展指导、线上营销促进、消费券发放等方式促长白山冰雪游项目引流，本年度长白山冰雪游产品矩阵不断拓宽，23年12月至24年4月看好景区景气度提升/公司客流增长。

内部交通优化：1) 外部交通优化会导致景区内运力承压，公司定增预案将增加景区内交通运力，稳定承接未来外部运力优化带来的客流新增量的同时也将促毛利率最优化；2) 公司包车业务发展迅速，由于长白山拥有景区内交通独家运营权，此项业务无直接竞争对手，成长性强。

酒店温泉项目：围绕皇冠温泉度假酒店的度假村业态逐步成熟，此度假村业态因酒店特殊中高端定位、度假村在北坡山门口的优质地理位置、景区内少有的直接温泉引流项目支撑，在长白山保护区内无竞争对手，客流提升空间大；此外，巨龙火山温泉部落二期项目在周边建设中，建成后有望补全长白山景区内中端消费空缺，进一步优化盈利能力。

图表：吉林省《万亿产业攻坚方案》中与长白山冰雪游直接/简介相关活动

重点行动名称	与长白山直接相关的行动及作用	与长白山间接相关的促进行动及作用
“冰雪丝路”创新先导区建设行动	在长白山建成东北首个大型沉浸式旅游演艺项目《粉雪传奇》-引流促进	省财政每年安排1亿元用于冰雪产业发展，每年投放冰雪消费券不低于3000万元
	实施“长白天下雪”品牌数字化推广工程，发布“长白天下雪”是数字虚拟人及衍生创意产品	延伸产业链条，出台冰雪装备制造企业培育壮大计划，引进3-5家世界知名冰雪装备制造企业，培育多个国产冰雪装备制造企业和品牌
	长白山建成全国首个接待游客数量超300万人的景区	推出100个城市乐冰产品，50个网红冰场，300个夜游类产品，冰雪欢乐谷县（市、区）覆盖率100%，全省年均举办大型冰雪赛事100项
森林资源转化行动	规划指导各地建设长白山国家森林公园步道（吉林段）	推动森林旅游特色项目建设 创建10个高质量森林生态康养基地，15个精品森林旅游体验基地（营地）
体育赛事引流行动	推动长白山打造全国山地户外运动基地和示范区	建设10个国家级或省级体育旅游示范基地、10条国家级或省级体育旅游精品线路

资料来源：吉林省人民政府，民生证券研究院

核心标的-宋城演艺：桂林项目成长潜力充足，关注西安项目竞争优势确立/上海项目本地引流能力优化

• **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；此外，四项目中西安本地演艺项目竞争激烈，除西安千古情外还有长恨歌、驼铃传奇等十余台演艺项目，该项目短期可能需要通过价格竞争实现引流，短期盈利能力可能受限。我们认为，项目数量增加将促宋城演艺整体揽收能力增加，但部分项目可能因竞争和爬坡因素导致收入及毛利表现与杭州宋城/丽江千古情等老牌项目存在差距；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。

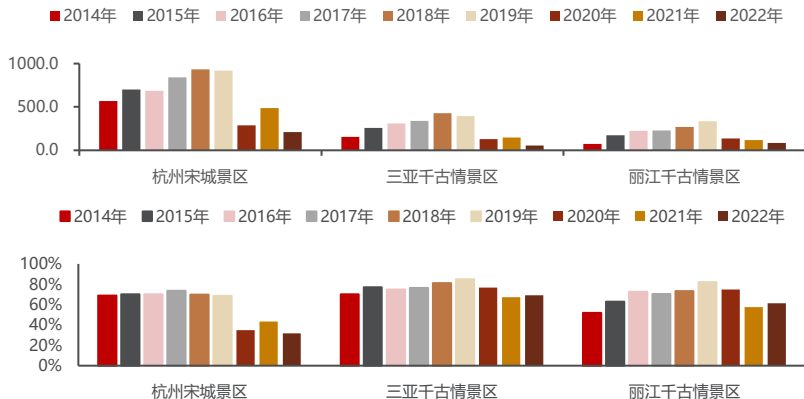
• **张家界/西安/上海三大项目仍处爬坡阶段，毛利及营收表现仍有上升空间，分情况讨论，1) 张家界：**旅游资源对宋城演艺赋能作用较小，旅游项目与演艺项目链接紧密度较为一般，或需通过折扣引流，中长期可作为增量贡献点；**2) 西安：**23年3月重开后展现强竞争力，本地主要演艺竞争项目为《长恨歌》和《驼铃传奇》，从实地调研反馈情况来看西安千古情所获评价及场次设计远强于驼铃传奇、略逊于长恨歌，但其演出性质，一天内可演出时间受限大，而西安千古情项目演出不受时间限制，随品牌影响力提升有望获稳定且充足的客流；**3) 上海：**本地竞争者主要是上海大剧院等大型剧院为场地的各类限时演出，其城市演艺定位使其打法相较于其他千古情景区更为灵活，易于以本地研学游/亲子游客群为发力点撬动本地客流基本盘，后期步入稳态经营后营收/客流有望双突破。**4) 桂林：**老牌存量项目新发力点，团客占比优化为未来改善重心。桂林项目Q3演出场次仅次于丽江/杭州两大旗舰项目和西安项目，营收表现亮眼，随景区知名度提升，散客获客能力或将提升，营收/毛利率表现也将在未来持续优化。

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

图表：宋城演艺项目开业节奏-20年以来有三大新项目开业



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



核心标的：短期关注暑期旺季催化下的客流集聚方向，长期关注优质景区基本面改善步伐

投资建议：推荐受益于周边游渗透率提高、存量景区渡过爬坡期或将带来新增量的优质景区标的宋城演艺，当地政府赋能、景区地理位置优越且业态完善的天目湖，建议关注契合冰雪游概念、外部交通运力优化预期高、VIP包车业务有望带来利润新增量的长白山，旅游产业链业务齐全的中青旅及黄山旅游，受益于“寺庙经济”需求增长的峨眉山A和九华旅游。

· 基本面革新下的投资机会：

1) 长白山：我们认为，长白山未来成长空间大，外部交通优化预期+内部经营改善预期为其高成长性奠基，定增预案落地将成为其基本面优化主驱动力：**1) 外部交通优化预期：**外部铁路/航路/高速交通优化预期、冰雪游在政策催化/冰雪资源赋能/线上宣传下的优化预期分别强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；**2) 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接近最优、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增长、冰雪游景气度提升助公司淡季经营提振、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。我们预计23-24年公司归母净利润1.61/1.99亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为24X/19X，给予“推荐”评级。（风险提示：项目落地不及预期风险，政策催化作用不及预期风险）

2) 宋城演艺：1) 西安/上海/桂林项目建成时间较短，仍处爬坡阶段，三大项目在中长期维度有充足成长空间；2) 佛山项目预计将于24年年初开业，项目经过长时间打磨优化，营业后有望为全年营收带来增量；3) 除佛山项目以外，公司有西塘/三峡/延安/珠海四大千古情项目处在建阶段，各千古情景区卡位优质地理位置/旅游资源，建成后将有效扩大公司景区矩阵覆盖面，促使品牌影响力及营收进一步增长。4) 珠海项目定位休闲度假旅游，项目建设规模超越现有千古情景区，建成后有望打造第二成长曲线。预计23-24年归母净利润9.02/13.01亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为28X/20X，维持“推荐”评级。（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) 天目湖：短期关注两大方向：1) 天目湖位处长三角中心地带，区位优势显著，引流能力持续提升；2) 公司酒店矩阵持续壮大，带动营收增长，酒店业务当前毛利率水平偏低，关注酒店业务后续经营结构优化为公司带来的内生动能。**长期聚焦四大增长点：**1) 根据长三角一体化示范区水乡客厅国土空间详细规划新闻发布会，沪苏湖铁路预计2024年完工，天目湖上海客流有望增长；2) 溧阳城发入股后天目湖成为国资企业，后续有望获溧阳市政府多方位支持；3) 动物王国项目启动，建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性足，商品销售及体验项目创新可为营收带来新增量。预计23-24年归母净利润1.50/2.29亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为22X/14X，维持“推荐”评级。（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）

4) 同程旅行：同程持续深耕下沉市场及微信流量，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，预计23-24年归母净利润14.49/18.47亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为22X/17X，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）



2.7 餐饮：关注新兴消费趋势和餐饮服务出海

餐饮行业：规模扩增势头显著，预期支出较为保守，连锁化门店优势持续扩大

餐饮业规模扩增势头显著，企业注册数量远高于注销/吊销数量。2023年前8个月，餐饮收入同比增长超越社零总额，且23年1-8月单月餐饮收入均超越19年同期水平；随餐饮业整体规模壮大，餐饮供给端也在不断发力，19年-23年1-8月餐饮企业注册量均远高于吊销/注销量，餐饮业整体呈欣欣向荣姿态。

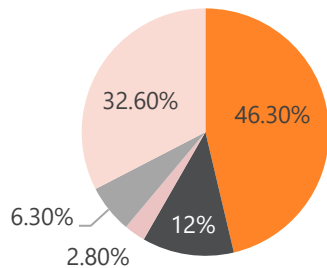
从供需两端实际结构表现来看，当前供给端/需求端均有一定结构性改变：

需求端来看，餐饮消费整体偏于保守。需求端消费者整体处增长趋势，但接近50%的消费者餐饮预期支出无变化，餐饮消费预期偏保守；

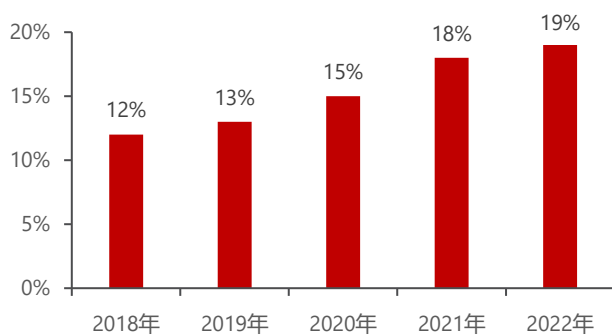
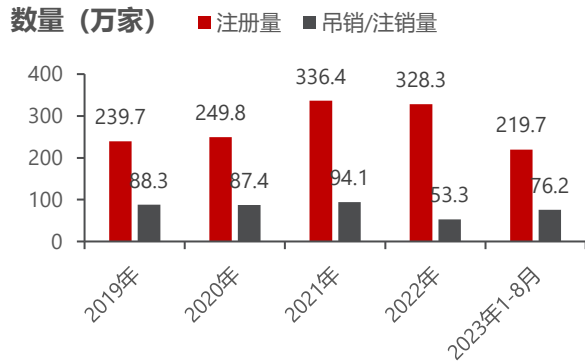
供给端来看，连锁化门店扩张能力持续强化，正餐类业态生存空间受挤压。高端餐饮/八大菜系门店数量均有下降趋势，我们认为是社交餐饮需求下降、连锁化门店挤压高端餐饮/八大菜系门店生存空间所致，中央厨房的普及与餐饮供应链产业规模的扩大大幅强化连锁化门店的扩张能力，而连锁化门店可通过品牌效应、规模效应与大量宣传快速打开下沉市场，与之相比，依托大厨名厨资源的高端餐饮/八大菜系为主的正餐类门店难以快速进行门店铺设/获得大规模融资，在新店宣传能力和门店铺设能力上均与连锁化门店有一定差距，而正餐业态/高端餐饮以商务宴请为主的业态模式一定程度上可被连锁餐饮门店替代，或因需求可平替而受到挤压，仅长期深耕、在部分领域拥有强品牌力的正餐门店仍能维持强劲表现。

图表：23年消费者餐饮预期支出变化

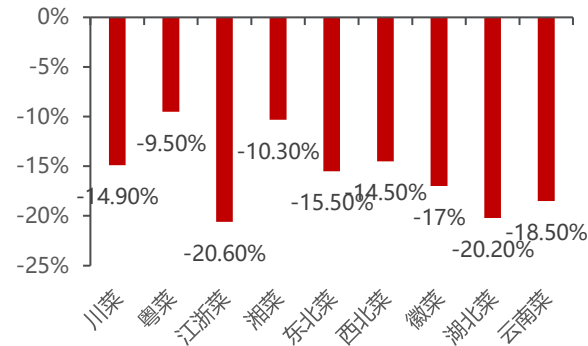
■ 保持不变 ■ 小幅减少 ■ 大幅减少 ■ 大幅增加 ■ 小幅增加



图表：19年至23年1-8月国内餐饮企业注销/吊销数量 (万家) 图表：18-22年餐饮连锁化率变化情况



图表：22年4月-23年4月主要地方菜系门店数变化



资料来源：红餐品牌研究院，DT商业观察，民生证券研究院

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三大核心概念：一人食餐饮、性价比消费与情绪价值供应。

- ✓ **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，具体来说，具备烟火气息、接地气的餐饮业态会更受消费者青睐，如今年以来兴起的砂锅业态、80/90年代装修风格的火锅聚会业态等。此外，性价比消费的核心是价格与菜品口味/服务质量之间的匹配度，在性价比餐饮门店选择时，最优先的是对价格的考量，因此装修风格较为陈旧/菜品价格贴于店面门口的大众化餐饮门店在此道上更具竞争力。
- ✓ **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，仅23年9月-11月联动品牌已达5个，若包括表情包和零售产品联动，总联动数量达9个。

图表：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，奈雪的茶公众号，民生证券研究院

图表：奈雪的茶2023年9-11月联动品牌一览

品牌名	宣发时间
泡泡玛特	2023年9月2日
蜡笔小新	2023年9月14日
范特西音乐宇宙	2023年9月14日
名侦探柯南	2023年11月15日
奥利奥	2023年11月21日

餐饮业海外拓展潜力：优先打开东南亚市场，通过差异化/标准化优势挖掘海外市场

近年餐饮业海外拓展动作频繁，多个上市/曾提交招股说明书的上市公司均有已落实的海外布局规划。我们看好餐饮品牌海外发展潜力，从布局方向与核心打法分析国内餐饮品牌海外布局打法与优势：

1) **布局方向-东南亚为主，新加坡为首店优选**：大部分连锁餐饮品牌选择东南亚开设首店，或因 a. 地缘位置较近、部分材料易从国内运输；b. 饮食口味与国内具备一定共性；两大因素所致。此外，门店选择上以新加坡为首店开设国家，主要因新加坡以华人为主、消费力充足、饮食口味与国内接近，适合作为海外门店模型打磨首站。

1) **打法优势-差异化/标准化为核心**：从海外当地餐饮劣势、中式餐饮出海优势及面临挑战三视角分析可发现，中式餐饮品牌出海以自身的差异化菜品、高度标准化的门店模型为竞争核心，解决海外部分细分餐饮市场内存量品牌面临的同质化严重、标准化难以实现、发展迭代较慢等痛点以实现门店布局及扩张。

图表：海外当地餐饮劣势/国内餐饮出海优势/国内餐饮出海挑战一览

海外当地餐饮劣势

1) **本地餐饮品牌难以实现差异化**：本地餐饮品类较少，餐饮门店间食材/店面装饰为差异化核心，菜品做法上创新较少。

2) **本地餐饮美食标准化程度相对较低**：以泰国/新加坡美食为例，泰国绿咖喱/冬阴功汤、新加坡肉骨茶/叻沙虽可集中制备供多人饮食，但现场制备才可保持良好口感，对厨师技艺有一定要求，标准化程度相对较低。

3) **部分细分品类海外连锁度/发展度较低**：新加坡/泰国等国家均未出现品牌声量大、连锁化优势明显的新式茶饮类品牌，东南亚部分国家奶茶仍以珍珠奶茶为主。

国内餐饮出海优势

1) **差异化特征**：中式餐饮菜品口味与海外餐饮差距明显，对契合口味的消费客群有强引流效果。

2) **高度标准化**：国内品牌在完善供应链体系、预制菜制备技术、公式化制作流程和特色餐饮饮食方式加持下部分已实现高度标准化，能够出海的¹中式餐饮品牌也大部分具备高度标准化特征。

资料来源：经济观察报、浪潮新消费、澎湃新闻、赢商网，观察者网，民生证券研究院

图表：国内连锁餐饮品牌海外首店开设情况

品牌名称	首店开设时间	首店开设国家
奈雪的茶	2023年12月	泰国
蜜雪冰城	2018年	越南
茶百道	2023年10月	韩国
瑞幸咖啡	2023年3月	新加坡
呷哺呷哺	2023年1月	新加坡
湊湊	2022年1月	新加坡
海底捞	2012年12月	新加坡
太二酸菜鱼	2021年8月	新加坡
赖美丽烤鱼	2023年8月	新加坡
杨国福	2017年9月	加拿大

国内餐饮出海挑战

1) **供应链问题**：国内餐饮品牌菜品应用食材多样，部分食材在国外无稳定货源供应，若从国内供应会面临高成本问题。

2) **自营模式难以展开/加盟模式需探索**：国内餐饮品牌对国外风俗习惯、饮食特征偏好、地方客群消费特点了解极少，自营模式较难展开；若选择加盟模式展业，加盟商资质、资源、合作方式均需细致考量。

3) **品牌推广**：文化的差异会使品牌线上/线下推广存在一定难度。

4) **资质获取及法律法规要求**：本地经营资质获取及法律法规要求熟悉并展业存在难度。

2.7

核心标的-呷哺呷哺/海底捞：关注呷哺基本面优化后与市场风向的匹配，以及海底捞细分赛道挖掘可能带来的新增量

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，呷哺呷哺的高性价比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，湊湊品牌当前可能面临品牌势能趋稳/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转折点。预计23-24呷哺呷哺归母净利润1.74/4.02亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为14X/6X，维持“推荐”评级。（风险提示：扩店速度不及预期风险，市场竞争加剧风险）

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，22年全年/23H1的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，海底捞供应端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、个性化门店与服务细致化探索：

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“囿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、海鲜工坊、羊肉工坊、校园火锅等差异化火锅门店，尝试打造特定消费场景和专一产品消费场景。

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。

预计23-24海底捞归母净利润45.55/52.13亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为17X/15X，维持“推荐”评级。（风险提示：行业竞争加剧风险，品牌势能下降风险）

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

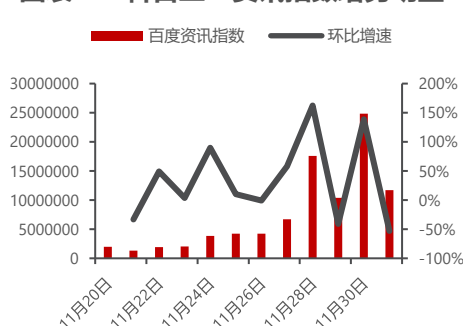
资料来源：呷哺呷哺（龙湖长楹天街二店），民生证券研究院

图表：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：“科目三”资讯指数增势明显



资料来源：百度，民生证券研究院

2.7

核心标的-奈雪的茶/海伦司：加盟门店扩张打开下沉市场，后续成长能力有望持续优化

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。如前文所述，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**，平台讨论度带动方式包括品牌联动、热点话题营造/结合等；私域流量社区打造方面，奈雪在全国启动周周9.9元喝奈雪鲜奶茶活动，消近期对品牌讨论度提升动作包括周杰伦/名侦探柯南联动、秋天第一杯奶茶热度结合等费者添加附近店面“小奈”好友进入社群便可领取优惠券9.9元购买店内14-16元的鲜奶茶产品。奈雪的茶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。**预计23-24奈雪的茶归母净利润2.25/4.30亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为22X/12X，维持“推荐”评级。（风险提示：疫情反复，扩店速度不及预期，行业竞争加剧风险）

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；而今年6月以来全面开放的“嗨啤合伙人”模式无疑是破解困境的解药，**该加盟模式延用全托管模式，门店模型打磨较为完善（90-120平米门店投资额仅50-70万元），海伦司作为加盟商提供选址辅助、装修培训、运营指导、营销推广等服务，通过自身品牌优势、标准化管理模式、低投资额门店模型与加盟合伙人在本地的社会优质资源匹配以打开下沉市场，截至10月30日已开店56家。随下沉市场加盟模型逐步跑通，海伦司基本面优化逻辑将得到确认，估值有望上行。**预计23-24海伦司归母净利润3.27/4.02亿元，以23年12月22日收盘价为基准，对应PE为14X/12X，维持“推荐”评级。（风险提示：拓店不及预期，行业竞争加剧）

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 ²
优品店	180-200m ²
臻品店	240-260m ²

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

03. 盈利预测

盈利预测与核心标的估值表

板块	证券简称	总市值 (亿元)	最新 收盘价	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			EPS		PE		个股评级		
				22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A		23E	24E
免税	中国中免	1617.59	79.10	544.33	707.63	884.53	50.30	66.46	83.00	2.43	3.21	4.01	33	25	20	推荐
	王府井	179.34	15.80	108.00	120.04	146.08	1.95	9.09	12.91	0.17	0.8	1.14	93	20	14	推荐
	科锐国际	54.40	27.64	909.21	103.21	131.83	2.91	2.14	2.89	1.48	1.09	1.47	19	25	19	推荐
人服	北京人力	108.01	19.08	4.84	397.18	490.98	-2.15	5.63	10.44	-0.68	0.99	1.84	/	19	10	推荐
	外服控股	119.21	5.22	146.64	187.40	234.25	5.46	6.11	7.31	0.24	0.27	0.32	22	19	16	推荐
会展	米奥会展	59.47	38.88	3.48	7.77	10.23	0.50	1.80	2.81	0.5	1.19	1.85	78	33	21	推荐
	行动教育	45.11	38.20	4.51	6.80	8.65	1.11	2.28	2.92	0.94	1.93	2.47	41	20	15	推荐
	传智教育	54.53	13.55	8.03	6.88	8.73	1.81	1.74	2.16	0.45	0.43	0.54	30	32	25	推荐
教育	学大教育	60.09	49.20	17.98	23.01	26.92	0.11	1.31	1.78	0.09	1.07	1.45	547	46	34	-
	科德教育	32.35	9.83	7.95	7.82	9.22	0.74	1.29	1.67	0.23	0.39	0.51	43	25	19	-
	中国东方教育	56.21	2.58	38.19	42.06	47.21	3.67	4.16	6.26	0.17	0.19	0.29	15	14	9	推荐
酒店	君亭酒店	42.80	22.01	3.42	5.91	10.22	0.30	0.50	1.62	0.23	0.26	0.84	96	85	26	推荐
	锦江酒店	310.31	29.00	110.08	149.33	173.58	1.13	11.84	18.65	0.11	1.11	1.74	264	26	17	推荐
	首旅酒店	175.75	15.74	50.89	87.26	92.19	-5.82	8.10	9.97	-0.52	0.73	0.89	/	22	18	推荐
	金陵饭店	31.71	8.13	14.15	18.22	20.2	0.42	0.84	1.19	0.11	0.22	0.31	74	37	26	推荐
	华住集团	846.90	26.60	138.62	210.00	228	-18.21	39.40	40.26	-0.56	1.21	1.23	/	22	22	推荐
	广州酒家	108.41	19.06	41.12	50.36	58.7	5.20	7.37	8.43	0.91	1.3	1.48	21	15	13	推荐
	九毛九	86.19	6.00	40.06	63.93	91.31	0.49	5.91	9.04	0.03	0.41	0.62	200	15	10	推荐
餐饮	呷哺呷哺	24.98	2.30	47.25	68.13	84.67	-3.33	1.74	4.02	-0.31	0.16	0.37	/	14	6	推荐
	海伦司	47.26	3.73	15.59	16.95	17.65	-16.01	3.27	4.02	-1.26	0.26	0.32	/	14	12	推荐
	奈雪的茶	49.74	2.90	42.92	62.57	85.05	-4.69	2.25	4.30	-0.27	0.13	0.25	/	22	12	推荐
	同庆楼	79.87	30.72	16.71	24.53	30.14	0.94	2.84	3.83	0.36	1.09	1.47	85	28	21	推荐
	海底捞	763.64	13.70	310.39	439.16	470.82		45.55	52.13	0.25	0.82	0.94	55	17	15	推荐
	宋城演艺	255.46	9.75	4.58	20.37	27.29	0.01	9.02	13.01	0	0.35	0.5	/	28	20	推荐
休闲景区	天目湖	33.22	17.83	3.69	6.05	7.65	0.20	1.50	2.29	0.11	0.81	1.23	162	22	14	推荐
	长白山	38.48	14.43	1.95	6.13	7.01	-0.57	1.61	1.99	-0.22	0.6	0.75	/	24	19	推荐
	中青旅	75.28	10.40	64.17	98.22	128.76	-3.34	3.67	5.73	-0.46	0.51	0.79	/	20	13	推荐
	同程旅行	319.76	14.18	65.92	117.00	142.98	-1.46	14.49	18.47	-0.07	0.65	0.82	/	22	17	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院, 股价为12月22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疫情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/以及疫情短期影响，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

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



分析师 饶临风

执业证号：S0100522120002

电话：15951933859

邮件：raolinfeng@mszq.com



研究助理 邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮件：dengyichen@mszq.com



研究助理 周诗琪

执业证号：S0100122070030

电话：15821501215

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。