

社会服务业行业研究

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

yesijia@gjzq.com.cn

高教选营望加快、激发冰雪游经济，关注三季度报触底板块回升弹性

周观点

选营选非有望提速，关注学科类牌照发放。11月6日，北京市教育委员会、北京市人力资源和社会保障局发布了《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》。本次修订明确了各类北京校外培训机构的审批办法，细化了学科类、非学科类机构牌照对应审批机构，北京校外培训牌照发放或具有全国示范性作用，关注后续学科类牌照发放情况。对于民办学历教育，选营选非有望提速。本次《征求意见稿》针对此前高教选营选非实际操作中遇到的堵点问题进行修订，从财政支持、税收、土地、监管方式等入手，更加细化了此前《民促法》中分类管理、差异化扶持的引导性政策。民办高校选营选非进程有望提速。

关注冰雪主题投资机会。2024年11月6日，国务院办公厅发布《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》，意见稿关于完善冰雪经济产业链条中提到促进冰雪经济区域协调发展、优化发展冰雪旅游、建设全球知名冰雪旅游高质量目的地等具体措施，建设内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆为北方冰雪经济引领区，支持北京延庆、河北崇礼、黑龙江亚布力、吉林长白山、新疆阿勒泰和伊犁等地打造具有国际影响力的冰雪经济集聚区。显示政策对冰雪旅游度假的重视，冰雪旺季到来，结合当地资源禀赋，我们建议可关注冰雪旅游相关热点机会，相关标的如复星旅游文化等。

上海服务消费券第二轮折扣力度加码，浦东推出餐饮消费券。11月9日开始，第二轮“乐品上海”餐饮消费券开始发放，四种券面均以七折优惠安排，满减门槛与第一轮一致但折扣力度较第一轮（餐饮、住宿7折~83折）扩大。我们认为服务消费券推出、满减力度升级，将利于撬动休闲服务消费，尤其是餐饮消费，其中休闲餐、火锅等高客单品类或更受益。

三季度总结回顾：旅游、K12、人服景气高，餐饮酒店免税高基数下触底。1) **旅游**：国内出行人次提速，旅行社受益出境团队游增速领先。子板块收入&业绩排序旅行社>人工景区>自然景区。Q3国内旅游人次15.7亿人次/+21.3%、环比Q2(11.8%)提速，显示休闲游持续性强，量增价减趋势延续。子板块中，旅行社高增主因低基数下出境团队游需求同比明显改善；自然景区受高基数+极端天气负面。2) **教育**：K12培训政策逐步明晰，监管政策渐趋温和利好非学科类辅导板块，行业龙头&区域龙头公司网点持续扩张；招录类考试培训报名人数快速增长，参培意愿仍有提升空间。3) **人服**：国内灵活用工景气度高，招聘需求回暖，建议关注科锐国际。4) **会展**：外展因展会排期变化，下半年展会密集，3Q24收入同比高增，此外外展专业展升级以及展会规模提升有望带来规模效应提升。5) **酒店**：高基数下行业压力增大，个股RevPAR、业绩环比Q2普遍弱化，但龙头个股仍维持高开店水平。展望Q4，我们预计RevPAR基数相对低+供给增速放缓，行业压力有望缓解，品牌间表现或分化，待行业供需关系转好，龙头或受益市占率提升。6) **餐饮**：Q3压力仍大，社零餐饮高基数下增速放缓，部分上市公司同店底部逐渐确认、边际先小幅改善。7) **免税**：Q3高基数下降幅仍较大。7~9月海南离岛免税购物金额同比-36%/-33%/-38%，仍呈现显著下滑态势。

数据及公告跟踪

上两周(2024/10/28~2024/11/08)上证指数、深证成指、沪深300、恒生指数、恒生科技指数分别+3.92%、+4.45%、+3.53%、+0.63%、+2.06%，社会服务(申万)+6.01%，细分来看，餐饮A股、港股指数分别+11.19%、+11.74%，酒店A股、港股指数分别+1.71%、-1.83%，景区指数+8.78%，人力服务指数+6.08%，教育指数+0.06%。板块对比来看，社会服务板块上周涨幅在30个申万一级行业板块中位列第8。

投资建议

当前建议关注：1) 前期承压明显的顺周期标的触底回升，如酒店、餐饮以及人服中部分弹性公司。2) 港美股三季报将于接下来两周继续揭晓，继续看好绩优标的业绩兑现能力，如OTA平台、亚朵等。教育K12板块需求刚性，业绩增长确定性强。3) 短期关注促消费政策、教育政策边际变化催化板块表现，如冰雪旅游、餐饮、民办高教、K12板块。本周投资组合：亚朵、首旅酒店、九毛九、海伦司、百胜中国。

风险提示

消费需求恢复不及预期，政策实际落地效果风险，原材料价格上涨，劳动力短缺风险等。

内容目录

| | |
|----------------------------------------------|---|
| 内容目录..... | 2 |
| 图表目录..... | 2 |
| 1、周观点：高教选管望加快、激发冰雪经济、上海消费券加码，关注三季报后触底回升..... | 3 |
| 1.1、重点更新：国务院发布激发冰雪经济意见稿，上海消费券加码..... | 3 |
| 1.2、三季报回顾：K12、灵活用工景气高，期待出行链高基数下触底回升..... | 4 |
| 2、行情回顾..... | 5 |
| 3、重点上市公司估值..... | 9 |
| 4、风险提示..... | 9 |

图表目录

| | |
|----------------------------------------|---|
| 图表 1：北京市民促法实施条例修订草案征求意见稿较此前法案核心变化..... | 3 |
| 图表 2：上海第二轮服务消费券折扣力度较第一轮加大..... | 4 |
| 图表 3：社服出行链 3Q24 业绩情况（仅 A 股）..... | 5 |
| 图表 4：教育、人服、会展 3Q24 业绩情况..... | 5 |
| 图表 5：上周板块涨跌幅情况..... | 6 |
| 图表 6：上两周餐饮板块涨跌幅走势..... | 6 |
| 图表 7：上两周酒店板块涨跌幅走势..... | 6 |
| 图表 8：上两周景区板块涨跌幅走势..... | 6 |
| 图表 9：上两周教育板块涨跌幅走势..... | 6 |
| 图表 10：上两周人服板块涨跌幅走势..... | 7 |
| 图表 11：上两周行业涨跌幅排序..... | 7 |
| 图表 12：上两周餐饮行业涨幅前五名..... | 8 |
| 图表 13：上两周酒店行业涨幅前五名..... | 8 |
| 图表 14：上两周景区行业涨幅前五名..... | 8 |
| 图表 15：上两周人服行业涨跌幅前五名..... | 8 |
| 图表 16：上两周教育行业涨幅前五名..... | 8 |
| 图表 17：上周行业机构资金净流入前五..... | 9 |
| 图表 18：上周行业机构资金净流出前五..... | 9 |
| 图表 19：重点上市公司估值表..... | 9 |

1、周观点：高教选营望加快、激发冰雪经济、上海消费券加码，关注三季报后触底回升

1.1、重点更新：国务院发布激发冰雪经济意见稿，上海消费券加码

11月6日，北京市教育委员会、北京市人力资源和社会保障局发布了《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》。截至11月6日，北京义务教育及高中阶段均无营利性学科类牌照，所有营利性牌照均为非学科类，其中义务教育阶段达980个，高中阶段达435个。本次修订明确了各类北京校外培训机构的审批办法，细化了学科类、非学科类机构牌照对应审批机构，北京校外培训牌照发放或具有全国示范性作用，关注后续学科类牌照发放情况，建议关注新东方、卓越教育集团、学大教育。对于民办学历教育，选营选非有望提速。本次《征求意见稿》针对此前高教选营选非实际操作中遇到的堵点问题进行修订，从财政支持、税收、土地、监管方式等入手，更加细化了此前《民促法》中分类管理、差别化扶持的引导性政策。民办高校选营选非进程有望提速，建议关注中教控股。

图表1：北京市民促法实施条例修订草案征求意见稿较此前法案核心变化

| 北京市实施《中华人民共和国民办教育促进法》办法（修订草案征求意见稿）24/11/06 | 民办教育促进法 19/01/07；民办教育促进法实施条例 21/04/07；校外培训管理条例征求意见稿 24/02/08 | 核心变化 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 校外培训 | | |
| 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，由市级教育行政部门审批；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，由市级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； | 校外培训办学许可由县级以上人民政府教育行政部门审批。 | 细化了校外培训机构审批流程 |
| 民办学历学校 | | |
| 国家机构以外的社会组织或者个人可以单独或者联合举办民办学校，自主选择设立非营利性民办学校或者营利性民办学校。 | 国家机构以外的社会组织或者个人可以单独或者联合举办民办学校。实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。 其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。 但是，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。 | 明确选营选非原则 |
| (一) 设立实施本科以上高等学历教育的民办学校，按照有关规定报国务院教育行政部门审批； (二) 设立实施专科教育的民办学校，由市人民政府审批，报国务院教育行政部门备案； (三) 设立实施中等及中等以下学历教育、学前教育以及其他文化教育民办学校，由区教育行政部门审批，报市教育行政部门备案。 | 举办实施学历教育、学前教育、自学考试助学及其他文化教育的民办学校，由县级以上人民政府教育行政部门按照国家规定的权限审批；举办实施以职业技能为主的职业资格培训、职业技能培训的民办学校，由县级以上人民政府人力资源社会保障行政部门按照国家规定的权限审批，并抄送同级教育行政部门备案。 | 明确了各层级学校审批、备案标准：专科、中等及中等以下的民办学校由教育行政部门审批改为备案 |
| 民办学校取得办学许可后，进行法人登记，登记机关应当依法予以办理。选择设立为 非营利性民办学校 的，依法到 机构编制部门或民政部门办理登记 ；选择设立为 营利性民办学校 的，依法到 市场监督管理部门办理登记 。 | - | 明确营利性与非营利性学校的登记办法 |
| 民办学校建设用地按科教用地管理。 对非营利性民办学校，经政府批准可以采取划拨方式供应土地；对营利性民办学校经公示只有一个意向用地者的，经政府批准可以采取协议出让方式供应土地。 | 新建、扩建 非营利性民办学校 ，地方人民政府应当按照与公办学校同等原则，以划拨等方式给予用地优惠。 实施学前教育、学历教育的民办学校使用土地 ，地方人民政府可以依法以协议、招标、拍卖等方式供应土地，也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地，土地出让价款和租金可以在规定期限内按合同约定分期缴纳。 | 明确了营利性与非营利性民办学校土地供给方式 |
| 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。民办学校按照税法 and 有关规定获得免税资格后， 对其取得的符合税收政策规定的收入可以作为免税收入处理。 | 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。 | 细化税收筹划 |
| 市、区人民政府可以安排财政资金，用于支持民办学校的发展，奖励和表彰有突出贡献的集体和个人。 | 公办学校举办或者参与举办民办学校， 不得利用国家财政性经费 ，不得影响公办学校教学活动。 | 财政鼓励民办学校发展 |

来源：北京人社局，教育部，中国政府网，全国人大，国金证券研究所

关注冰雪主题投资机会。2024年11月6日，国务院办公厅发布《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》，意见稿第三条完善冰雪经济产业链条中提到“（五）促进冰雪经济区域协调发展。构建冰雪经济“一区两带多节点”空间布局，即以内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆为核心建设具有国际影响力的北方冰雪经济引领区，高质量建设京张体育文化旅游带和“冰雪丝路”，支持北京延庆、河北崇礼、黑龙江亚布力、吉林长白山、新疆阿勒泰和伊犁等地打造具有国际影响力的冰雪经济集聚区。鼓励有条件的地区因地制宜发展冰雪经济。开展冰雪经济科技基础资源调查专项工作。”，“（八）优化发展冰雪旅游。启动实施冰雪旅游提升计划。支持重点地区开展冰雪旅游资源调查，建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区，优化提升国家级滑雪旅游度假地。推动北京、河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆等地建设3—5个全球知名冰雪旅游高质量目的地。支持符合条件的地区建设冰雪主题的乡村旅游重点村镇。完善旅游标识标牌和旅游信息共享体系。举办欢乐冰雪旅游季等活动，加强冰雪旅游境内外推广。”。显示政策对冰雪旅游度假的重视，冰雪旺季到来，结合当地资源禀赋，我们建议可关注冰

雪旅游相关热点机会，相关标的如长白山、西域旅游、复星旅游文化（旗下 Club Med 运营优质山地滑雪度假村，在长白山亦运营度假村，新开太仓室内滑雪场项目）等。

上海第二轮消费券折扣力度较第一轮加大，浦东推出餐饮消费券。11月9日开始，第二轮“乐品上海”餐饮消费券开始发放，四种券面均以七折优惠安排，满减门槛与第一轮一致但折扣力度较第一轮（餐饮、住宿7折~83折）扩大。此外11月8日浦东新区推出乐享浦东餐饮消费券（仅用于堂食），预计每周1批、合计发放12批，满减门槛低于乐品上海、折扣力度亦更高。我们认为服务消费券推出、满减力度升级，将利于撬动休闲服务消费，尤其是餐饮消费，其中休闲餐、火锅等中高客单品类或更受益。

图表2：上海第二轮服务消费券折扣力度较第一轮加大

| 消费券 | 领域 | 券面规则 | 发放周期 |
|-------------|----|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 乐品上海 第一轮 | 餐饮 | 满300-50、满500-100、满800-200、满1000-300 | 9月底至10月底，国庆期间发放更多餐饮、电影消费券，营造消费热潮，吸引外来消费 |
| | 住宿 | 满300-50、满600-130、满900-220、满1200-300 | |
| | 电影 | 每张电影票可抵用20元或30元 | |
| | 体育 | 满10-5至满200-80分位6档，另有游泳、羽毛球、冰雪运动等专项券 | |
| 乐品上海 第二轮 | 餐饮 | 满300-90、满500-150、满800-240、满1000-300 | 11月至12月，淡季多发住宿、体育消费券，拉动淡季消费 |
| | 住宿 | 满300-90，满600-180，满900-270，满1200-360 | |
| | 电影 | 单张电影票可抵扣20元或30元；两张及以上电影票可抵扣40元或60元 | |
| | 体育 | 满10-5至满200-80分位6档通用体育消费券；另有游泳、羽毛球、冰雪运动、助老、等针对特定项目、特定人群的专项体育消费券 | |
| 乐享浦东 | 餐饮 | 满200-60、满400-160、满600-240、满900-400 | 2024年11月8日至2025年1月24日，每周1批，共发放12批；每4批为一轮，共计三轮。 |

来源：上海发布，国金证券研究所

1.2、三季报回顾：K12、灵活用工景气高，期待出行链高基数下触底回升

A股三季报公告完毕，近期我们外发了《社服出行链三季报总结：高基数下触底，关注顺周期弹性》、《教育人服会展三季报总结：K12培训需求旺盛，灵活用工高景气》两篇深度，以下为核心观点摘录：

Q3 出行链总结：基数上升导致增速放缓，延续休闲好于商务、低频好于高频、刚需好于可选。3Q24 旅游/酒店/餐饮/免税营业收入同比+7.6%/-1.2%/-5.9%/-21.5%，扣非或经调整净利分别同比-14.9%/-15.3%/-31.0%/-52.5%。景气度变化上，出行链各板块较为相似，Q1~3 基数逐季度上升，叠加部分板块供给量同比上升情况下增速放缓。板块排序上，继续呈现旅游>酒店>餐饮>免税，背后特征休闲好于商务（旅游好于酒店）、低频好于高频（偏异地的酒旅好于偏本地的餐饮）、刚需好于可选（刚性的景区门票酒店好于免税购物）三大特征。

(1) 旅游：国内出行人次提速，旅行社受益出境团队游增速领先。子板块收入&业绩排序旅行社>人工景区>自然景区。Q3 国内旅游人次 15.7 亿人次/+21.3%、环比 Q2 (11.8%) 提速，显示休闲游持续性强，量增价减趋势延续。子板块中，旅行社高增主因低基数下出境团队游需求同比明显改善；自然景区受高基数+极端天气负面，当中长白山（避暑旺季，机场、高铁等交通改善）、三特索道（利润率提升）表现相对领先。

(2) 酒店：高基数下行业压力增大，个股 RevPAR、业绩环比 Q2 普遍弱化，但龙头个股仍维持高开店水平。展望 Q4，我们预计 RevPAR 基数相对低+供给增速放缓，行业压力有望缓解，品牌间表现或分化，待行业供需关系转好，龙头或受益市占率提升。

(3) 餐饮：Q3 压力仍大，部分同店底部逐渐确认。Q3 社零餐饮高基数下增速放缓。上市餐企中，九毛九 Q3 太二品牌同店降幅环比 Q2 基本持平，怂火锅、九毛九品牌降幅环比小幅收窄；巴比食品加盟店 3Q24 单店收入同比-8.0%、环比 Q2 (-11.9%) 降幅改善。Q3 餐饮板块压力仍较大，但部分上市餐企同店底部逐步确认、边际先小幅改善，后续关注：1) 成本端改善效果，尤其是偏刚性的人力、租金，带来经营杠杆弹性；2) Q4 同比基数相对下降、9 月底以来宏观刺激政策推出下的客流改善。

(4) 免税：Q3 高基数下降幅仍较大。7~9 月海南离岛免税购物金额同比-36%/-33%/-38%，仍呈现显著下滑态势。

展望 Q4，我们对子板块基本面排序为旅游、酒店、餐饮、免税，旅游中更看好 OTA 子板块引领行业表现，此外重点关注顺周期酒店、餐饮三季报触底后回升弹性。个股建议关注亚朵、首旅酒店、华住、百胜中国、九毛九等。

图表3: 社服出行链 3Q24 业绩情况 (仅 A 股)

| 单位: 亿元 | 营业收入 | | | | | 归母净利润 | | | | | 扣非/经调整归母净利润 | | | | |
|--------|-------|--------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|---------|-------------|--------|--------|--------|---------|
| | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | VS19年增速 | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | VS19年增速 | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | VS19年增速 |
| 旅游 | 103.9 | 46.7% | 18.0% | 7.6% | -38.2% | 21.2 | 96.8% | 10.9% | 11.6% | -30.5% | 13.2 | 109.1% | -13.3% | -14.9% | -19.2% |
| 旅行社 | 36.4 | 201.8% | 75.8% | 32.2% | -58.8% | 1.5 | 扭亏 | 扭亏 | 扭亏 | -32.4% | 0.68 | 扭亏 | 扭亏 | 138.3% | -66.3% |
| 人工景区 | 42.0 | 29.6% | 1.6% | -0.2% | -24.3% | 12.2 | 325.1% | 6.2% | 15.5% | -40.5% | 5.1 | 446.2% | -36.3% | -22.0% | -32.1% |
| 自然景区 | 25.5 | 1.9% | 1.8% | -5.4% | 4.6% | 7.6 | -25.4% | -10.3% | -14.5% | -3.9% | 7.4 | -30.5% | -11.8% | -14.5% | 9.1% |
| 餐饮 | 39.8 | 11.5% | 0.3% | -1.2% | -25.1% | 5.1 | -8.0% | -51.0% | -14.4% | 18.3% | 4.77 | 8.4% | -63.4% | -15.3% | 18.2% |
| 酒店 | 68.6 | 11.7% | -4.3% | -5.9% | -5.9% | 6.1 | 55.1% | 47.3% | -28.8% | -3.3% | 5.66 | 34.4% | 16.6% | -31.0% | -28.3% |
| 免税 | 117.6 | -9.4% | -17.4% | -21.5% | 4.6% | 6.4 | 0.2% | -37.6% | 0.0% | -30.6% | 6.35 | 0.2% | -39.8% | -52.5% | -30.8% |

来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所

Q3 教育人服会展总结: K12 培训需求旺盛, 灵活用工韧性佳。上周我们发布了教育、人服、会展三季报总结, 3Q24 人服/教育/会展营业收入同比 3Q23 年分别+16.5%/-5.9%/-1.4%, 其中教育收入增速受招录类考试培训收入下降略有拖累, K12 培训需求旺盛、收入增速个股分化, 企业管理培训淡季收入承压, 收入同比+0.3%; 人力资源服务板块灵活用工带动收入增长, 国内猎头复苏边际复苏、拐点向上, 海外猎头承压; 外展关注地缘政治边际改善。

展望 4Q24, 我们预期子板块基本面排序维持教育、人服、会展, 此外建议关注高股息的红利属性板块。

教育方面:

(1) K12: 整体看, K12 培训需求保持旺盛, 个股增速分化。政策逐步明晰, 监管政策渐趋温和利好非学科类辅导板块, 行业龙头&区域龙头公司网点持续扩张。建议关注新东方、卓越教育集团、学大教育、思考乐教育、昂立教育;

(2) 招录类考试培训: 3Q24 事业单位改期仍有扰动, 4Q 迎来招考培训旺季, 25 年国考报名人数快速增长, 青年群体就业压力较大, 参培意愿仍有提升空间, 建议关注粉笔 (AI 提效, 盈利能力提升)、华图山鼎。

(3) 企业管理培训: 淡季收入、订单承压, 建议关注行动教育 (看好中长期获取订单的能力, 红利属性凸显)。

人力资源服务方面: 国内灵活用工景气度高, 招聘需求回暖, 建议关注科锐国际。

会展方面: 外展因展会排期变化, 下半年展会密集, 3Q24 收入同比高增, 此外外展专业展升级以及展会规模提升有望带来规模效应提升, 建议关注米奥会展。

图表4: 教育、人服、会展 3Q24 业绩情况

| 单位: 亿元 | 营业收入 | | | | | 归母净利润 | | | | | 扣非 (或公告经调整) 净利 | | | | |
|----------|-------|--------|--------|--------|----------|-------|--------|--------|--------|----------|----------------|---------|--------|--------|----------|
| | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 3Q24VS21 | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 3Q24VS21 | 3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 3Q24VS21 |
| 人力资源服务 | 83.48 | 13.9% | 16.5% | 16.5% | | 1.87 | 8.5% | -4.8% | 0.8% | | 1.81 | -1.2% | 0.1% | 14.9% | |
| 教育 | 34.80 | 31.1% | 25.2% | -5.4% | -20.7% | 2.50 | 扭亏 | 106.2% | -5.4% | 扭亏 | 3.43 | 扭亏 | 46.2% | 15.4% | 扭亏 |
| K12 | 20.29 | 13.2% | 1.8% | 5.4% | -0.5% | 1.40 | 扭亏 | 365.4% | 183.2% | 扭亏 | 1.19 | 扭亏 | 218.0% | 210.0% | 扭亏 |
| -企业管理培训 | 1.73 | 28.1% | 39.5% | 0.3% | | 0.58 | 扭亏 | 76.3% | 5.7% | | 0.49 | 67.0% | 33.6% | -15.2% | |
| -招录类考试培训 | 12.77 | -14.1% | -18.5% | -30.4% | | 0.60 | 240.7% | -42.6% | -67.4% | | 0.55 | 259.1% | -60.2% | -67.4% | |
| 会展 | 5.06 | 108.0% | -25.1% | -1.4% | | 1.48 | 扭亏 | -55.5% | 168.4% | | 0.65 | 减亏0.3亿元 | -39.6% | 16.5% | |

来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

2、行情回顾

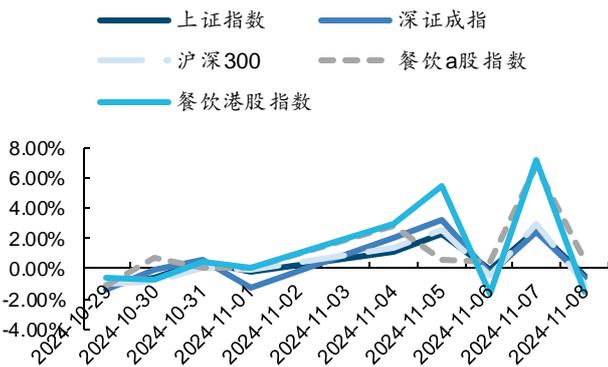
上两周 (2024/10/28~2024/11/08) 上证指数、深证成指、沪深 300、恒生指数、恒生科技指数分别+3.92%、+4.45%、+3.53%、+0.63%、+2.06%, 社会服务 (申万)+6.01%, 细分来看, 餐饮 A 股、港股指数分别+11.19%、+11.74%, 酒店 A 股、港股指数分别+1.71%、-1.83%, 景区指数+8.78%, 人力服务指数+6.08%, 教育指数+0.06%。板块对比来看, 社会服务板块上周涨幅在 30 个申万一级行业板块中位列第 8。

图表5: 上周板块涨跌幅情况

| 板块名称 | 上周涨跌幅 |
|----------|---------|
| 上证指数 | +3.92% |
| 深证成指 | +4.45% |
| 沪深 300 | +3.53% |
| 恒生指数 | +0.63% |
| 恒生科技指数 | +2.06% |
| 社会服务(申万) | +6.01% |
| 餐饮 A 股 | +11.19% |
| 餐饮港股 | +11.74% |
| 酒店 A 股 | +1.71% |
| 酒店港股 | -1.83% |
| 景区 | +8.78% |
| 人力服务 | +6.08% |
| 教育 | +0.06% |

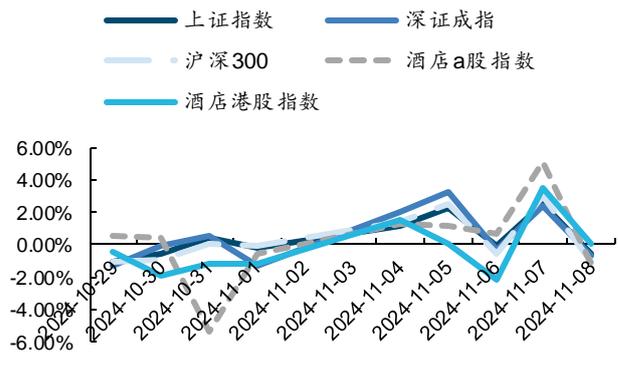
来源: iFind, 国金证券研究所

图表6: 上两周餐饮板块涨跌幅走势



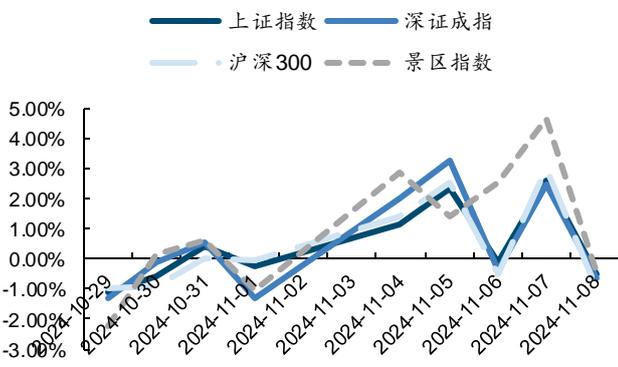
来源: iFind, 国金证券研究所

图表7: 上两周酒店板块涨跌幅走势



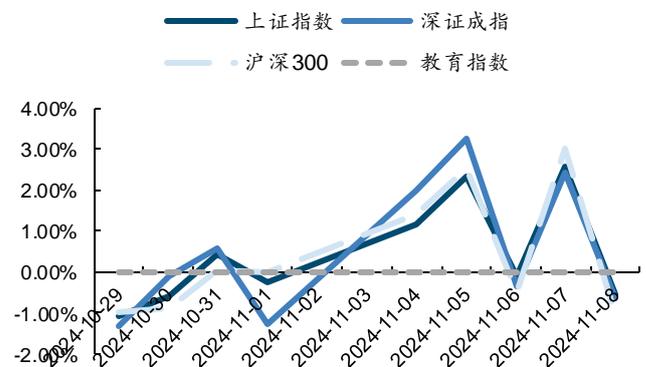
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 上两周景区板块涨跌幅走势



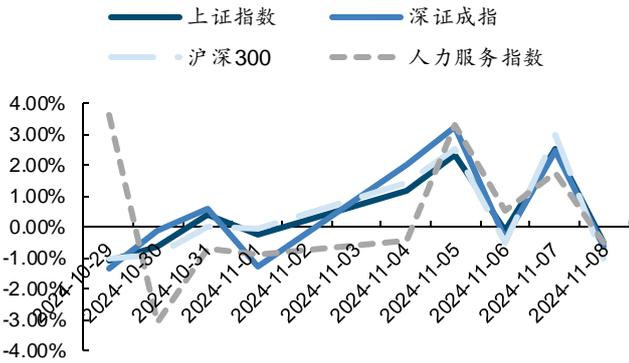
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 上两周教育板块涨跌幅走势



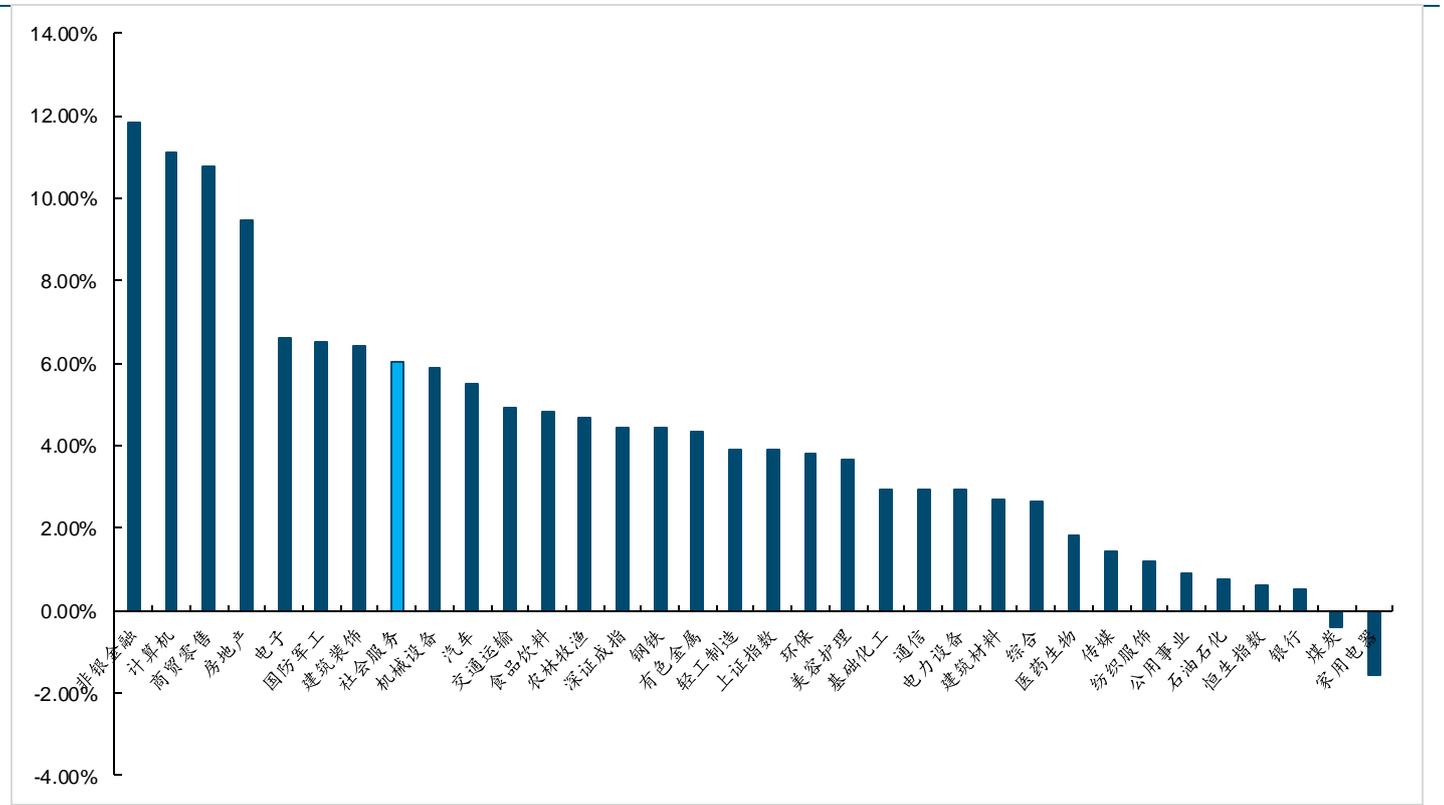
来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 上两周人服板块涨跌幅走势



来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 上两周行业涨跌幅排序



来源: iFind, 国金证券研究所

餐饮个股方面, 海伦司、西安饮食、九毛九涨幅居前, 酒店个股方面, 君亭酒店、华安酒店、首旅酒店涨幅居前。旅游景区个股方面, 大连圣亚、长白山、西域旅游涨幅居前。人力服务个股方面, 科锐国际、人瑞人才涨幅居前。教育个股方面, ST 开元、新东方在线、中公教育涨幅居前。

图表12: 上两周餐饮行业涨幅前五名

| 证券简称 | 两周涨跌幅 | 周度收盘价 (元) | 两周成交量 (万股) |
|------|--------|--------------|---------------|
| 海伦司 | 29.75% | 3.14 | 35528 |
| 西安饮食 | 28.55% | 10.67 | 73987 |
| 九毛九 | 16.29% | 4.07 | 37821 |
| 百胜中国 | 13.95% | 398.60 | 800 |
| 奈雪的茶 | 11.56% | 1.64 | 21372 |

来源: iFind, 国金证券研究所

图表13: 上两周酒店行业涨幅前五名

| 证券简称 | 两周涨跌幅 | 周度收盘价 (元) | 两周成交量 (万股) |
|--------|--------|--------------|---------------|
| 君亭酒店 | 14.95% | 27.30 | 14730 |
| 华天酒店 | 10.06% | 3.72 | 42403 |
| 首旅酒店 | 6.86% | 15.27 | 19667 |
| 西安旅游 | 5.68% | 13.76 | 24365 |
| 复星旅游文化 | 5.11% | 3.91 | 1194 |

来源: iFind, 国金证券研究所

图表14: 上两周景区行业涨幅前五名

| 证券简称 | 两周涨跌幅 | 周度收盘价 (元) | 两周成交量 (万股) |
|------|--------|--------------|---------------|
| 大连圣亚 | 43.49% | 28.44 | 12411 |
| 长白山 | 34.36% | 43.56 | 27768 |
| 西域旅游 | 20.53% | 46.44 | 12417 |
| 祥源文旅 | 12.76% | 6.45 | 31376 |
| 张家界 | 9.37% | 7.12 | 33326 |

来源: iFind, 国金证券研究所

图表15: 上两周人服行业涨跌幅前五名

| 证券简称 | 两周涨跌幅 | 周度收盘价 (元) | 两周成交量 (万股) |
|------|--------|--------------|---------------|
| 科锐国际 | 12.69% | 23.17 | 10922 |
| 人瑞人才 | 7.40% | 4.5 | 10 |
| 外服控股 | 4.98% | 5.48 | 21959 |
| 兰生股份 | 4.68% | 7.83 | 15816 |

来源: iFind, 国金证券研究所

图表16: 上两周教育行业涨幅前五名

| 证券简称 | 两周涨跌幅 | 周度收盘价 (元) | 两周成交量 (万股) |
|--------|--------|--------------|---------------|
| ST 开元 | 25.46% | 4.73 | 65139 |
| 新东方在线 | 12.62% | 16.78 | 16414 |
| 中公教育 | 12.06% | 3.53 | 763878 |
| 中国东方教育 | 9.34% | 3.16 | 5206 |
| 博骏教育 | 7.84% | 0.17 | 350 |

来源: iFind, 国金证券研究所

个股机构资金流动方面, 祥源文旅、峨眉山 A、西安饮食净流入居前, 中公教育、长白山、ST 开元净流出居前。

图表17: 上周行业机构资金净流入前五

| 证券简称 | 所属行业 | 主力净资金流入(万元) |
|------|------|-------------|
| 祥源文旅 | 景区 | 5,880.79 |
| 峨眉山A | 景区 | 2,253.01 |
| 西安饮食 | 餐饮 | 1,567.30 |
| 曲江文旅 | 景区 | 1,462.80 |
| 行动教育 | 教育 | 1,243.62 |

图表18: 上周行业机构资金净流出前五

| 证券简称 | 所属行业 | 主力净资金流入(万元) |
|------|------|-------------|
| 西域旅游 | 景区 | -14,157.10 |
| 科德教育 | 教育 | -16,459.31 |
| ST开元 | 教育 | -17,196.31 |
| 长白山 | 景区 | -39,601.58 |
| 中公教育 | 教育 | -65,795.00 |

来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

3、重点上市公司估值

图表19: 重点上市公司估值表

| 代码 | 简称 | 营业收入(亿元, 报表货币) | | | | 营业收入(YOY, 报表货币) | | | | 归母/经调整净利(亿元, 报表货币) | | | | 归母/经调整净利(YOY, 报表货币) | | | | PE | | | | |
|-----------|--------|----------------|-------|-------|-------|-----------------|------|-----|-----|--------------------|------|------|------|---------------------|--------|------|------|-------|-----|-----|-----|----|
| | | 23 | 24E | 25E | 26E | 23 | 24E | 25E | 26E | 23 | 24E | 25E | 26E | 23 | 24E | 25E | 26E | 23 | 24E | 25E | 26E | |
| 旅游 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 19.3 | 24.2 | 27.6 | 30.6 | 321% | 26% | 14% | 11% | 8.3 | 10.8 | 12.5 | 14.4 | 8488% | 30% | 16% | 15% | 32 | 25 | 21 | 18 | |
| 603099.SH | 长白山 | 6.2 | 7.5 | 8.6 | 9.9 | 219% | 21% | 14% | 15% | 1.4 | 1.7 | 2.2 | 2.6 | 341% | 26% | 24% | 19% | 84 | 67 | 54 | 45 | |
| 600138.SH | 中青旅 | 96.3 | 105.2 | 116.4 | 125.6 | 50% | 9% | 11% | 8% | 1.9 | 2.3 | 3.1 | 3.7 | 158% | 20% | 32% | 19% | 40 | 33 | 25 | 21 | |
| 000888.SZ | 峨眉山A | 10.4 | 10.9 | 11.7 | 12.7 | 142% | 5% | 7% | 9% | 2.3 | 2.7 | 3.0 | 3.3 | 256% | 17% | 11% | 11% | 32 | 27 | 25 | 22 | |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 19.3 | 19.9 | 22.0 | 23.6 | 141% | 3% | 10% | 7% | 4.2 | 3.7 | 4.3 | 4.8 | 424% | -12% | 16% | 11% | 18 | 20 | 17 | 16 | |
| 300859.SZ | 西域旅游 | 3.1 | 3.5 | 4.4 | 5.5 | 198% | 14% | 26% | 25% | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 2.1 | 1235% | 18% | 26% | 37% | 68 | 58 | 46 | 34 | |
| 600576.SH | 祥源文旅 | 7.2 | 9.3 | 14.2 | 16.7 | 56% | 29% | 52% | 18% | 1.5 | 2.0 | 2.7 | 3.0 | 671% | 33% | 35% | 11% | 45 | 34 | 25 | 23 | |
| 002033.SZ | 丽江股份 | 8.0 | 8.2 | 8.8 | 9.3 | 152% | 3% | 7% | 6% | 2.3 | 2.2 | 2.5 | 2.7 | 5972% | -5% | 15% | 9% | 22 | 23 | 20 | 19 | |
| 603199.SH | 九华旅游 | 7.2 | 7.6 | 8.4 | 9.1 | 118% | 5% | 10% | 8% | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 1375% | 8% | 14% | 10% | 23 | 21 | 19 | 17 | |
| 603136.SH | 天目湖 | 6.3 | 5.9 | 6.7 | 7.4 | 71% | -6% | 13% | 10% | 1.5 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 624% | -11% | 20% | 13% | 22 | 25 | 21 | 18 | |
| 002159.SZ | 三特索道 | 7.2 | 7.2 | 8.0 | 8.7 | 181% | 0% | 11% | 9% | 1.3 | 1.7 | 2.0 | 2.2 | 266% | 35% | 14% | 12% | 24 | 17 | 15 | 14 | |
| 酒店 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 146.5 | 151.1 | 161.9 | 169.0 | 33% | 3% | 7% | 4% | 10.0 | 12.0 | 12.7 | 15.8 | 783% | 20% | 6% | 24% | 28 | 26 | 25 | 20 | |
| ATAT.O | 亚朵 | 46.7 | 69.8 | 85.0 | 102.1 | 106% | 50% | 22% | 20% | 9.0 | 12.8 | 15.8 | 19.6 | 244.87% | 42% | 24% | 24% | 29 | 20 | 16 | 13 | |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 77.9 | 77.1 | 80.7 | 82.9 | 53% | -1% | 5% | 3% | 8.0 | 8.5 | 9.4 | 10.8 | 扭亏 | 7% | 11% | 15% | 21 | 20 | 17 | 16 | |
| 301073.SZ | 君亭酒店 | 5.3 | 7.0 | 8.4 | 9.9 | 56% | 31% | 21% | 18% | 0.3 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 3% | 84% | 72% | 38% | 174 | 94 | 55 | 40 | |
| 1992.HK | 复星旅游文化 | 171.5 | 192.5 | 204.8 | 219.8 | 24% | 12% | 6% | 7% | 3.1 | 3.5 | 4.1 | 4.9 | 156% | 13% | 18% | 19% | 15 | 13 | 11 | 9 | |
| 餐饮 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9987.HK | 百胜中国 | 109.8 | 113.1 | 124.0 | 134.8 | 15% | 3% | 10% | 9% | 8.3 | 9.2 | 10.1 | 10.9 | 87% | 11% | 10% | 8% | 24 | 19 | 18 | 16 | |
| 2555.HK | 茶百道 | 57.0 | 56.6 | 59.7 | 61.6 | 35% | -1% | 6% | 3% | 11.4 | - | - | - | 19% | - | - | - | 12 | - | - | - | |
| 603043.SH | 广州酒家 | 49.0 | 53.6 | 58.3 | 63.2 | 19% | 9% | 9% | 8% | 5.5 | 5.0 | 6.1 | 7.0 | 6% | -9% | 21% | 16% | 18 | 19 | 16 | 14 | |
| 605108.SH | 同庆楼 | 24.0 | 26.3 | 32.8 | 39.8 | 44% | 9% | 25% | 21% | 3.0 | 1.5 | 3.1 | 4.2 | -51% | -51% | 108% | 35% | 20 | 35 | 17 | 12 | |
| 9922.HK | 九毛九 | 59.9 | 61.6 | 70.2 | 79.0 | 49% | 3% | 14% | 13% | 4.5 | 1.9 | 2.8 | 3.3 | 820% | -59% | 49% | 21% | 12 | 24 | 16 | 13 | |
| 605338.SH | 巴比食品 | 16.3 | 16.7 | 19.0 | 21.4 | 7% | 2% | 14% | 13% | 2.1 | 2.5 | 2.5 | 2.8 | -4% | 15% | 2% | 13% | 20 | 17 | 17 | 15 | |
| 605089.SH | 味知香 | 8.0 | 6.8 | 6.9 | 7.1 | 0% | -15% | 1% | 3% | 1.4 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | -5% | -36% | 1% | 7% | 24 | 34 | 33 | 31 | |
| 9869.HK | 海伦司 | 12.1 | 7.8 | 9.3 | 11.1 | -22% | -36% | 20% | 19% | 2.8 | 1.7 | 2.1 | 3.1 | 214% | -39% | 23% | 49% | 13 | 21 | 17 | 12 | |
| 9658.HK | 特海国际 | 6.9 | 8.1 | 9.4 | 10.9 | 23% | 19% | 16% | 15% | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 162% | -3% | 111% | 30% | 43 | 44 | 21 | 16 | |
| 免税 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 601888.SH | 中国中免 | 675.4 | 611.7 | 695.1 | 771.7 | 24% | -9% | 14% | 11% | 67.1 | 56.3 | 66.6 | 76.1 | 33% | -16% | 18% | 14% | 23 | 27 | 23 | 20 | |
| 600859.SH | 王府井 | 122.2 | 116.4 | 123.5 | 133.4 | 13% | -5% | 6% | 8% | 7.1 | 5.9 | 7.2 | 8.4 | 264% | -17% | 23% | 16% | 26 | 31 | 26 | 22 | |
| 教育 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9901.HK | 新东方-S | 30.0 | 43.3 | 52.6 | 64.3 | -3% | 44% | 22% | 22% | 12.6 | 3.6 | 4.9 | 6.6 | 115% | -71% | 35% | 35% | 56 | 196 | 145 | 107 | |
| 002607.SZ | 中公教育 | 30.9 | 37.5 | 43.8 | 50.1 | -36% | 21% | 17% | 14% | -2.1 | 4.9 | 7.1 | 8.2 | 81% | -334% | 44% | 17% | -104 | 45 | 31 | 26 | |
| 0839.HK | 中教控股 | 56.2 | 66.0 | 75.0 | 85.4 | 18% | 18% | 14% | 14% | 13.8 | 21.5 | 24.2 | 26.9 | -25% | 56% | 13% | 11% | 9 | 6 | 5 | 5 | |
| 1773.HK | 天立国际控股 | 23.0 | 32.8 | 45.2 | 59.7 | 160% | 43% | 37% | 32% | 3.3 | 5.5 | 7.6 | 10.4 | 246% | 66% | 38% | 36% | 28 | 17 | 12 | 9 | |
| 0667.HK | 中国东方教育 | 39.8 | 42.3 | 46.0 | 50.5 | 4% | 6% | 9% | 10% | 2.7 | 4.3 | 5.2 | 6.3 | -26% | 57% | 22% | 20% | 23 | 15 | 12 | 10 | |
| 300192.SZ | 科德教育 | 7.7 | 8.2 | 9.2 | 10.3 | -3% | 7% | 12% | 12% | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 2.3 | 84% | 15% | 21% | 18% | 37 | 32 | 27 | 23 | |
| 1969.HK | 中国春来 | 15.0 | 16.3 | 18.4 | 21.4 | 14% | 9% | 13% | 16% | 6.8 | 7.6 | 8.8 | 10.3 | 24% | 11% | 15% | 18% | 7 | 6 | 5 | 5 | |
| 605098.SH | 行动教育 | 6.7 | 8.0 | 9.9 | 11.9 | 49% | 20% | 23% | 20% | 2.2 | 2.6 | 3.2 | 4.0 | 98% | 20% | 23% | 23% | 19 | 18 | 15 | 12 | |
| 003032.SZ | 传智教育 | 5.3 | 2.8 | 4.1 | 5.2 | -33% | -47% | 44% | 28% | 0.2 | -0.4 | 0.1 | 0.6 | -91% | -366% | 扭亏 | 360% | 277 | - | - | 335 | 73 |
| 1769.HK | 思考乐教育 | 5.7 | 8.5 | 12.0 | 16.0 | 42% | 49% | 41% | 33% | 0.9 | 1.7 | 2.4 | 3.2 | 58% | 99% | 39% | 33% | 30 | 15 | 11 | 8 | |
| 2001.HK | 新高教集团 | 21.2 | 24.1 | 26.6 | 29.0 | 10% | 14% | 10% | 9% | 7.0 | 7.7 | 8.6 | 9.5 | 13% | 10% | 11% | 10% | 4 | 3 | 3 | 3 | |
| 3978.HK | 卓越教育集团 | 4.9 | 10.5 | 17.4 | 22.2 | 0% | 114% | 66% | 27% | 0.9 | 1.8 | 2.9 | 3.7 | 62% | 97% | 64% | 27% | 27 | 14 | 8 | 7 | |
| 1598.HK | 21世纪教育 | 4.2 | 5.3 | 6.0 | 6.6 | 35% | 26% | 14% | 9% | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 46% | 15% | 46% | 24% | 3 | 3 | 2 | 2 | |
| 2469.HK | 粉笔 | 30.2 | 30.9 | 33.8 | 37.0 | 8% | 2% | 9% | 9% | 1.9 | 4.7 | 5.7 | 6.9 | 109% | 148% | 22% | 20% | 29 | 12 | 10 | 8 | |
| 000526.SZ | 学大教育 | 22.1 | 27.8 | 33.8 | 40.2 | 23% | 25% | 22% | 19% | 1.5 | 2.2 | 3.0 | 3.9 | 1035% | 44% | 扭亏 | 30% | 40 | 28 | 21 | 16 | |
| 人服会展 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 600682.SH | 外服控股 | 191.6 | 222.6 | 259.9 | 302.7 | 31% | 16% | 17% | 16% | 5.9 | 6.3 | 6.8 | 7.3 | 7% | 7% | 8% | 7% | 21 | 20 | 18 | 17 | |
| 600861.SH | 北京人力 | 383.1 | 436.4 | 501.2 | 572.5 | 18% | 14% | 15% | 14% | 5.5 | 8.6 | 9.6 | 10.7 | 32% | 56% | 12% | 11% | 22 | 14 | 13 | 11 | |
| 300682.SZ | 科锐国际 | 97.8 | 115.2 | 136.7 | 159.6 | 8% | 18% | 19% | 17% | 2.0 | 2.1 | 2.6 | 3.1 | -31% | 2% | 26% | 22% | 23 | 22 | 18 | 15 | |
| 6100.HK | 同道猎聘 | 22.8 | 21.4 | 21.8 | 22.1 | -13% | -6% | 2% | 2% | 0.1 | 1.1 | 1.6 | 2.0 | -98% | 14932% | 39% | 30% | 1,576 | 10 | 8 | 6 | |
| 300795.SZ | 米奥会展 | 8.3 | 10.4 | 13.0 | 15.6 | 140% | 25% | 25% | 20% | 1.9 | 2.4 | 3.1 | 3.9 | 274% | 27% | 32% | 25% | 24 | 19 | 14 | 12 | |
| 600826.SH | 兰生股份 | 14.2 | 14.5 | 15.7 | 17.1 | 84% | 2% | 8% | 9% | 2.8 | 2.7 | 2.9 | 3.2 | 140% | -2% | 8% | 8% | 21 | 21 | 20 | 18 | |
| 2076.HK | BOSS直聘 | 59.5 | 74.8 | 88.7 | 102.3 | 32% | 26% | 19% | 15% | 11.0 | 18.6 | 26.0 | 31.8 | 925% | 69% | 40% | 22% | 44 | 26 | 18 | 15 | |

来源: iFind, 国金证券研究所

注: 其中未标灰部分为 ifind 一致预期; 百胜中国、特海国际、新东方-S 收入及利润单位以美元计, PE 估值对应 11 月 8 日收盘价

4、风险提示

食品安全风险: 食品安全事故或公众对食品安全的担忧可能导致餐饮类可选消费企业业绩表现下滑。

用工成本上升风险：服务业为劳动密集型行业，若服务业工资水平上涨且难以较好传导或将较大影响可选消费。

消费意愿不及预期的风险：经济增速放缓、居民收入水平及消费意愿增长不及预期导致社会服务需求下滑的风险。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| | | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|